



OULUN YLIOPISTO  
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

**Vili Vesanto**

**PIENYRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPPATILANTEESSA:  
MENETELMÄT JA ERITYISPIIRTEET**

Pro gradu -tutkielma

Laskentatoimi

Maaliskuu 2021

Yksikkö Laskentatoimen yksikkö			
Tekijä Vesanto Vili		Työn valvoja Järvinen J., Professori	
Työn nimi Pienyrityksen arvonmääritys yrityskauppatilanteessa: menetelmät ja erityispiirteet			
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu	Aika Maaliskuu 2021	Sivumäärä 95 + 1
Tiivistelmä			
<p>Tämän Pro gradu –tutkielman tavoitteena on tarkastella pienyrityksen arvonmääritystä yrityskaupassa, ja selvittää millaisia haasteita ja erityispiirteitä siihen liittyy. Lisäksi tutkielma pyrkii selvittämään, millaisia arvonmääritysmenetelmiä pienyritysten arvonmäärityksessä käytetään. Suomessa on tutkielman kirjoitushetkellä tuhansia yrityksiä, joilla on lähivuosina edessään omistajanvaihdos. Kyselyiden mukaan arvonmääritys koetaan omistajanvaihdoksissa suurena haasteena. Aikaisemmassa tutkimuksessa pääpaino on ollut suurempien yhtiöiden arvonmäärityksessä, ja pienyritysten osalta tutkimustyö on jäänyt vähemmälle huomiolle.</p> <p>Tutkimus toteutettiin laadullisena tutkimuksena, johon kerättiin aineisto puolistrukturoiduilla teemahaastatteluilla. Haastateltaviksi valittiin harkinnanvaraista otantaa käyttäen kokeneita yrityskauppojen sekä arvonmäärityksen asiantuntijoita. Aineisto analysoitiin vertailemalla siitä saatuja vastauksia aiempiin tutkimuksiin teemoittelua käyttäen. Näin saatiin muodostettua hyvä kokonaiskuva pienyrityksen arvonmäärityksestä.</p> <p>Tutkimuksen tuloksena löydettiin kattava kuvaus erilaisista pienyrityksen arvonmääritykseen liittyvistä erityispiirteistä, sekä siitä, miten nämä vaikuttavat arvonmääritykseen ja arvonmääritysmenetelmien soveltamiseen. Lisäksi saatiin laaja kuvaus erilaisista pienyrityksen arvonmäärityksessä käytettävistä menetelmistä. Tutkimuksessa havaittiin, että käytännön tason arvonmääritys eroaa huomattavasti teoriasta, ja että pienyrityksen arvonmäärityksessä käytetään käytännön tasolla melko yksinkertaisia menetelmiä. Tutkimuksessa myös nousi vahvasti esille arvonmäärittäjän ammattitaidon rooli, sekä kyky analysoida käytettävää dataa ja menetelmiä.</p> <p>Tutkimuksen tuloksia voivat hyödyntää esimerkiksi omistajanvaihdokseen tähtäävät yrittäjät, sekä arvonmäärityksiä tekevät tahot. Tuloksia hyödyntämällä voidaan ymmärtää paremmin pienyrityksen arvonmääritykseen vaikuttavia seikkoja ja niitä voidaan käyttää arvonmäärityksen laadun parantamiseksi.</p>			
Asiasanat Omistajanvaihdos, yritysjärjestely, pk-yritys, arvonmääritysmenetelmä			
Muita tietoja			

## SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>6</b>
1.1	Johdanto ja motivointi.....	6
1.2	Tutkimusongelma ja tutkielman rakenne.....	8
<b>2</b>	<b>YRITYSKAUPPA .....</b>	<b>10</b>
2.1	Yrityskauppa yritysjärjestelymuotona .....	10
2.2	Yrityskauppaan vaikuttavat tekijät .....	13
2.3	Yrityskauppamuodot .....	15
<b>3</b>	<b>YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS .....</b>	<b>18</b>
3.1	Arvonmäärittämisprosessi .....	20
3.2	Arvonmäärittämismenetelmät.....	24
3.2.1	Substanssiarvo.....	27
3.2.2	Suhteellinen arvonmäärittäminen .....	28
3.2.3	Nykyarvoon perustuvat tuottoarvomenetelmät .....	33
3.2.4	Peukalosäännöt.....	36
3.3	Pienyrityksen arvonmäärittämisprosessin erityispiirteet ja menetelmät .....	37
<b>4</b>	<b>TUTKIMUSAINEISTOT JA MENETELMÄT .....</b>	<b>45</b>
4.1	Kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus.....	45
4.2	Teemahaastattelu aineistonkeruumenetelmänä.....	47
4.3	Aineiston analysointi.....	49
4.4	Aineiston koko ja saturaatio .....	51
<b>5</b>	<b>EMPIIRINEN TUTKIMUS JA AINEISTON ANALYYSI.....</b>	<b>53</b>
5.1	Asiantuntijoiden esittely .....	53
5.2	Yrityskauppa .....	54
5.2.1	Yrityskauppamuoto .....	55
5.2.2	Yrityskaupan motiivit .....	56
5.3	Pienyrityksen Arvonmäärittäminen .....	58
5.3.1	Arvonmäärittäminen yleisesti ja arvonmäärittämisprosessi .....	58
5.3.2	Pienyrityksen arvonmäärittämisprosessin haasteet ja erityispiirteet .....	64

5.3.3	Arvoon ja arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät .....	67
<b>5.4</b>	<b>Arvonmääritysmenetelmät.....</b>	<b>68</b>
5.4.1	Käytettävät menetelmät.....	68
5.4.2	Substanssiarvo.....	72
5.4.3	Suhteellinen arvonmääritys .....	73
5.4.4	Tuottoarvomenetelmät .....	74
5.4.5	Peukalosäännöt.....	76
<b>5.5</b>	<b>Empiirisen analyysin tulokset .....</b>	<b>77</b>
<b>6</b>	<b>YHTEENVETO .....</b>	<b>83</b>
6.1	Teoreettiset johtopäätökset .....	83
6.2	Tulosten hyödyntäminen .....	88
6.3	Tutkimuksen rajoitukset ja luotettavuus.....	89
6.4	Jatkotutkimusaiheet.....	91
<b>LÄHTEET</b>	<b>.....</b>	<b>92</b>
<b>LIITTEET</b>	<b>.....</b>	<b>96</b>
<b>Liite 1. Haastattelurunko</b>	<b>.....</b>	<b>96</b>

## **KUVIOT**

<b>Kuvio 1. Arvonmääritysprosessi (mukaillen Katramo ym., 2013, s. 72) .....</b>	<b>21</b>
--	-----------

## **TAULUKOT**

<b>Taulukko 1. Pienyrityksen arvonmäärityksen haasteet.....</b>	<b>79</b>
---	-----------

<b>Taulukko 2. Pienyrityksen arvonmäärityksessä käytetyt arvonmääritysmenetelmät. ....</b>	<b>81</b>
--	-----------

## 1 JOHDANTO

Tässä Pro gradu -tutkielmassa käsitellään yrityskauppaprosessia ja etenkin yrityksen arvonmäärittämisprosessia yrityskauppatilanteessa. Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan näitä aihepiirejä pienyritysten osalta.

### 1.1 Johdanto ja motivointi

Yrityksen omistajanvaihdos on aiheena erittäin ajankohtainen tämän tutkielman kirjoitushetkellä. Elinkeinoelämän keskusliiton (2018) tekemässä kyselytutkimuksessa kävi ilmi, että pk-yritysten rahoitustarpeet kohdistuvat pääosin investointeihin ja yrityskauppoihin. 26 prosenttia yrityksistä oli kiinnostunut yrityskaupparahoituksesta ja 17 prosenttia sukupolvenvaihdoksien rahoittamisesta. Tutkimuksesta kävi ilmi, että yritysten investointi-, ja kasvuhaluukkuus on parantunut myönteisten taloudellisten käänteiden myötä. Elinkeinoelämän keskusliiton arvion mukaan vuonna 2017 Suomessa oli 16000 omistajanvaihdoksen kannalta potentiaalista työnantajayritystä, joiden omistajanvaihdos vaikuttaisi yhteensä noin 80000:een työntekijään. Elinkeinoelämän keskusliiton (2018) teettämän Omistajanvaihdosbarometrin mukaan yrittäjän vanhenemisen johdosta tapahtuva yrityksen omistajanvaihdos on edessä tulevan kymmenen vuoden aikana yksinyrittäjät mukaan laskettuna noin 50000:ssa yrityksessä. Ikääntyvistä yrittäjistä vajaa neljännes uskoo yritystoiminnan päättyvän kokonaan. Neljännes pyrkii toteuttamaan omistajanvaihdoksen sukupolvenvaihdoksena. Alle kymmenys uskoo jatkajan löytyvän nykyisistä omistajista. Selvästi suosituin omistajanvaihdostapa on yrityskauppa, ja lähes puolet vastanneista yrittäjistä tähtää yrityskauppaan. Myös nuorempien yrittäjien keskuudessa yli kolmannes on kiinnostunut yrityskaupoista. (Elinkeinoelämän keskusliitto, 2018; Huovinen 2018.)

Yleisesti ottaen yrittäjien kiinnostus yrityskauppoja kohtaan on kasvanut viime vuosien aikana. Tähän on vaikuttanut yrityskulttuuri- ja asennemurroksen lisäksi myös omistajanvaihdoksen edistämishanke. Omistajanvaihdoksen ymmärryksen tarve ei johdu vain yksinomaan ikääntymisestä yrittäjien keskuudessa, vaan omistajanvaihdos nähdään lisäksi kasvun keinona ja edistäjänä. Yrityskaupat nähdäänkin nykyään tavallisena tapana kasvattaa liiketoimintaa tai alkaa yrittäjäksi. Näin ollen

yrittyskaupoista on tullut yhä tärkeämpi osa pienten yritysten kehitystä, kasvua ja strategiaa. Vuonna 2018 toteutetussa pieniin ja keskisuuriin yrityksiin kohdistuvassa barometrissa lähes 40 prosenttia pk-yrityksistä harkitseekin yrityksestä luopumista tulevan kymmenen vuoden aikana. (Elinkeinoelämän keskusliitto, 2018.)

Vaikka yrittyskauppa nähdäänkin nykyään houkuttelevana keinona omistajanvaihdokselle, siihen liittyy monia ongelmia ja haasteita. Elinkeinoelämän keskusliiton (2018) omistajanvaihdosbarometrin mukaan merkittävimpiä ongelmia yrittyskauppatilanteessa ovat ostajan löytäminen, arvonmääritys, osaamisen ja tiedon siirtäminen eteenpäin sekä erilaiset verotukseen ja rahoitukseen liittyvät ongelmat. Tässä tutkielmassa keskitytään tarkemmin yrittyskaupprosessin osista juuri arvonmääritykseen.

Seppänen (2017, s. 26) kuvaa yrityksen arvonmääritystä prosessiksi, jonka aikana yritykselle ja sen liiketoiminnalle määritetään arvo. Arvonmäärityksessä huomioidaan monipuolisesti erinäiset yritykseen ja liiketoimintaan liittyvät tekijät, joilla on vaikutusta kohdeyrityksen arvon määrittämiseen. Yrityksen arvoon vaikuttavat muun muassa yrityksen sisäiset tekijät, ympäröivän liiketoimintaympäristön piirteet sekä ostajatahoon liittyvät piirteet. Näin ollen yrityksen arvonmääritys toteutetaan tapauskohtaisesti kohdeyrityksestä ja muista tekijöistä riippuen. Arvonmäärityksessä tehtyjen analyysien pohjalta arvioidaan yrityksen aikaisempaa kehitystä ja nykytilaa, sekä ennustetaan tulevaisuuden kehitystä arvioimalla tulevaisuudessa syntyvät kassavirrat ja riskitaso. Yrityksen arvon voidaan määrittää monenlaisilla arvonmääritysmenetelmillä. Näitä menetelmiä ovat Feldmanin (2005, s. 45) mukaan esimerkiksi yrityksen varallisuuserien arvoon perustuvat kustannusarvomenetelmät, arvostuskertoimien vertailumenetelmät sekä tulevaisuuden tuottoihin perustuvat tuottoarvomenetelmät. Eri arvostusmenetelmiä käyttäen kohdeyritykselle voidaan saada täysin eri arvo menetelmistä ja niihin vaikuttavista tekijöistä johtuen. Usein tulevaisuuden tuottoihin perustuvia tuottoarvomenetelmiä kuten tulevien kassavirtojen nykyarvoa pidetään sijoitusammattilaisten keskuudessa merkittävimpinä arvonmääritysmenetelminä. Kuitenkin yksityisyrittäjien arvonmäärityksessä tuottojen nykyarvomenetelmät eivät ole saaneet ammattilaisilta samanlaista tukea. (Feldman, 2005, s. 66 – 67; Seppänen, 2017, s. 26 – 28.)

Tässä tutkielmassa ollaankin kiinnostuneita juuri yksityisten pienyritysten arvonmäärityksen erityispiirteistä. Tilastokeskuksen mukaan pieneksi yritykseksi voidaan määrittää yritys, joka alittaa seuraavat rajaehdot: palveluksessa alle 50 työntekijää, liikevaihto enintään 10 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 10 miljoonaa euroa (Tilastokeskus, 2019). Modernin arvonmäärityksen perustussa yrityksen liiketoiminnan nykytilan sekä tulevaisuuden tuottojen arvoon ja kehitykseen, pienyritysten erityispiirteet voivat aiheuttaa haasteita arvonmäärityksessä. Listattuihin yrityksiin ja yksityisiin suuryrityksiin verrattuna pienyrityksellä ei ole yhtä tiukkoja vaatimuksia tilinpäätöstiedon tuottamiseksi ja näin ollen saatavilla oleva tilinpäätösinformaatio ei ole yhtä laajaa. Tilinpäätösinformaation ollessa arvomääritysprosessissa merkittävässä roolissa, pienyrityksen arvonmääritys on tilinpäätösinformaation pohjalta haastavaa. Lisäksi tuottoarvoon perustuvassa arvonmäärityksessä pienyrityksen kohdalla haasteeksi voivat nousta tuottojen ja pääomakustannusten arviointi. (Collis & Jarvis, 2002; Brösel, Matschke ja Olbrich, 2012.) Tarve tutkimuksille pienyrityksen arvonmääritykseen liittyen kasvaa jatkuvasti pienyritysten lisääntyvän määrän myötä (Dukes, 1996).

Tutkimusaihe on tärkeä ja ajankohtainen, sillä tiedon tarve yrityskauppaprosessiin ja arvonmääritykseen liittyen on ollut kasvussa lisääntyneiden omistajanvaihdoksien myötä. Tulevan vuosikymmenen aikana potentiaalisesti omistajanvaihdoksen läpikäyvien yritysten määrä on kasvanut viime vuosina, ja yrityskauppa näyttää tutkimusten perusteella todennäköisimmältä menetelmältä omistajanvaihdoksen toteuttamiseksi. Arvonmääritys on koettu tutkimuksissa uuden omistajan löytämisen lisäksi haastavammaksi osaksi yrityskauppaprosessia. Arvonmäärityksen tutkiminen yrityskauppatilanteessa on mielekäästä pienten yritysten osalta, sillä pienten ja mikroyritysten osuus kaikista yrityksistä Suomessa on todella merkittävä, 98,7 prosenttia (Tilastokeskus, 2019). Myös yrityskauppojen roolin lisääntyminen pienyritysten kasvustrategiassa tekee aiheesta merkittävän.

## **1.2 Tutkimusongelma ja tutkielman rakenne**

Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella pienyrityksen arvonmääritysprosessia osana yrityskauppaa ja selvittää, mitkä arvonmääritysmenetelmät soveltuvat parhaiten pienyrityksen arvon määrittämiseen. Lisäksi tutkielmassa tarkastellaan, millaisia



erityispiirteitä liittyy nimenomaan pienten yritysten arvon määrittämiseen ja miten nämä erityispiirteet tulee ottaa huomioon arvonmääritysprosessissa.

Tutkimusongelmiksi näin ollen muodostuvat kysymykset:

- (1) Mitä erityispiirteitä ja haasteita liittyy pienyrityksen arvonmäärittämiseen?
- (2) Millaisia menetelmiä käytetään pienyrityksen arvonmäärittämisessä?

Tutkielman toisessa luvussa käydään läpi yrityskaupan teoriaa, prosessia, syitä ja erilaisia yrityskauppamuotoja. Kolmannessa luvussa käsitellään arvonmäärittäystä prosessina sekä kuvataan kirjallisuudessa yleisesti tunnetut arvonmääritysmenetelmät. Lisäksi luvussa käydään läpi aiempia tutkimuksia pienyrityksen arvonmäärittämisestä ja nostetaan esille kirjallisuudessa esiintyviä erityispiirteitä sekä pienyrityksen arvonmäärittäminen työkaluja. Neljännessä luvussa kuvataan käytetty aineisto sekä tutkimusmenetelmät. Viidennessä luvussa analysoidaan kerätty aineisto ja esitetään empiiriset tulokset. Kuudennessa ja viimeisessä luvussa esitetään teoreettiset johtopäätökset, tutkimustulosten hyödyntämismahdollisuudet, kuvataan tutkimuksen luotettavuutta ja rajoituksia sekä esitetään jatkotutkimusehdotuksia.

## 2 YRITYSKAUPPA

Koska arvonmääritys on merkittävä osa yrityskauppaa, tässä luvussa käydään läpi yrityskaupan kirjallisuutta, jotta saadaan parempi ja laajempi kuva myös arvonmäärityksestä. Kappaleessa kuvataan yrityskauppaa yritysjärjestelymuotona, sen prosessia ja motiiveja sekä käydään läpi yleisimmät yrityskauppatavat.

Koska tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan pienyritysten arvonmääritystä suomalaisissa yrityskaupoissa, paljon tietoa teorian tueksi löytyy muun muassa suomalaisten asiantuntijayhdistysten raporteista ja tietokannoista. Elinkeinoelämän keskusliiton teettämistä tutkimuksista, kuten uusimmasta Omistajanvaihdosbarometrista tutkielman taustalle saadaan ajantasaista tietoa Suomen yritysten tilasta ja omistajanvaihdoshalukkuudesta. Myös esimerkiksi Tilastokeskuksen tietokannoista tutkielmaan saadaan hyödyllistä tilastotietoa muun muassa pienyritysten suhteellisesta osuudesta. Yrityskaupasta ilmiönä ja yrityksen arvonmääritysprosessista löytyy relevanttia taustatietoa rahoituksen ja laskentatoimen oppikirjoista sekä aiemmista tieteellisistä tutkimuksista.

### 2.1 Yrityskauppa yritysjärjestelymuotona

Yritysjärjestelyillä tarkoitetaan menettelyä, jossa yrityksen toimintaa ja omistusrakennetta muokataan. Tämän menettelyn taustalla voi olla yrityksen yksilöllisestä tilanteesta riippuen monenlaisia syitä ja tavoitteita. Yritysjärjestelyn päämääränä voi olla esimerkiksi toiminnan tehostaminen, resurssien tehokkaampi allokointi, mittakaavaedut, synergiaedut, toimialan uudelleen järjestelyt, rahoitusaseman ja pääomarakenteen vahvistaminen, vastuumuutokset, konsernin rakennemuutokset tai kannattamattoman toiminnan lopettaminen. Yritysjärjestelyn toteuttamistavan valinta riippuu pitkälti yritysjärjestelyn tavoitteista ja pyrkimyksistä. Yritysjärjestelyjen tulisi olla liiketoimintaa, kannattavuutta sekä strategiaa tukevia. (Immonen, 2018, s. 30 – 32.)

Yrityskauppa on monesti laajemman yritysjärjestelykokonaisuuden osa. Se voi olla esimerkiksi yritysjärjestelytoimenpiteiden ensimmäinen osa, jota seuraa vaikkapa fuusio tai liiketoimintasiirto. Yrityskaupan jälkeen yritysoston kohteena olleen yhtiön

toimintoja sekä resursseja voidaan uudelleen järjestellä. Yrityskaupalla tarkoitetaan järjestelyä tai yritysjärjestelyn osaa, jossa ostetaan toisen yrityksen liiketoiminta tai liikeomaisuutta, jolloin kyseessä on substanssikauppa. Yrityskaupassa voidaan ostaa myös toisen yrityksen osakkeet tai osuudet, jolloin kyseessä on omistuskauppa. Suomen kilpailulaki määrittelee yrityskaupan kirjanpitolaissa tarkoitetun määräysvallan tai vastaavan tosiasiallisen määräysvallan hankkimiseksi, elinkeinoharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkimiseksi, sulautumiseksi, sekä sellaisen yrityksen perustamiseksi, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä. (Immonen, 2018, s.29; Finlex, 2011.)

Yritysosto on investointi, ja päätös yritysostosta on näin ollen voimakkaasti kytköksissä yrityksen strategiaan. Se onkin merkittävä strateginen päätös ostajalle, ja tavoitteena onkin, että yrityksestä maksettava kauppahinta on alhaisempi kuin yrityskaupasta myöhemmin tulevaisuudessa saatavissa oleva hyöty. Yrityskaupan pitäisikin olla liiketoimintaa tukeva, sekä tehokkuutta ja tuottavuutta parantava strateginen toimenpide. Toiminnan laajentamista suunniteltaessa tulee punnita, toteutetaanko kasvu orgaanisesti eli liiketoimintaa itse laajentamalla vai epäorgaanisesti, eli yritysostoilla. Päätöstä tulisi pohtia, kuin mitä tahansa muutakin investointia, eli tulevaisuuden tuottoja puntaroiden. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman, 2013, s. 24 – 25.)

Yrityskauppaprosessia on kuvattu kirjallisuudessa useilla eri tavoilla ja eri tutkimuksissa se on esitetty erilaisten mallien avulla. Yksinkertaisimmallaan yrityskaupan vaiheet voidaan jakaa vain kahteen vaiheeseen, mutta jotkin tutkijat ovat esittäneet yrityskauppaprosessiin kuuluvan huomattavasti enemmän vaihteita. Esimerkiksi Schweiger ja Weber (1989) jakoivat yrityskauppaprosessin kahteen vaiheeseen: yrityskauppaa edeltävään vaiheeseen sekä toteuttamisvaiheeseen. Salus (1989) jakaa prosessin kolmeen vaiheeseen: yrityskauppaa edeltävään, yrityskaupan aikaiseen, sekä yrityskauppaa seuraavaan vaiheeseen. Kazemek ja Grauman (1989) taas ovat esittäneet yrityskaupan huomattavasti tarkemmin, seitsemän vaiheisena prosessina, jossa yrityskauppa alkaa tilanteen arvioinnista, jota seuraa osapuolten välinen yhteinen suunnittelu. Tämän jälkeen tulee tarkempi analysointivaihe, jossa käydään läpi mahdollisia haasteita ja ongelmia. Seuraavaksi suunnitellaan ja sovitaan yrityskaupan toteutumisen jälkeisestä organisaatiorakenteesta ja varmistetaan

yrityskaupan toteutukseen liittyvät hyväksynnät. Lopuksi toteutetaan lopullinen suunnittelu ja itse yrityskauppa. (Kazemek & Grauman, 1989.)

Yrityskauppaprosessia voidaan havainnollistaa ja tutkia useilla eri tavoilla yrityskaupan ominaispiirteistä riippuen. Yksinkertaisimmat esitystavat pitävät sisällään vain prosessin pääpiirteet ja tarkemmat mallintamistavat esittävät prosessin hyvinkin yksityiskohtaisesti. Kuitenkin kirjallisuudessa toistuvat samat prosessin pääpiirteet: yrityskauppaa edeltävät vaiheet, itse yrityskauppavaihe, sekä yrityskaupan jälkeinen vaihe. Yrityskauppaprosessin päävaiheet on esitelty kattavasti muun muassa Immonen (2018, s. 46), joka jakaa yrityskauppaprosessin seuraaviin päävaiheisiin: suunnitteluvaihe, toteutusvaihe, sekä sopeuttamisvaihe. Suunnitteluvaihe pitää sisällään yrityskaupan strategian määrittämisen, sekä toteutettavan yritystalon pääpiirteiden hahmottelemisen. Suunnitteluvaiheessa ostokohde tunnistetaan, ja selvitetään sen soveltuvuutta strategisesta näkökulmasta. Suunnitteluvaiheessa myös kartoitetaan mahdollisia yritystalon kohdeyrityksiä, ja niiden soveltuvuutta punnitaan esimerkiksi pääoman tuottavuutta, markkina-asemaa ja jakelukanavia vertaamalla. Suunnitteluvaiheessa näistä potentiaalisista kohteista valitaan paras tai parhaat mahdolliset, jonka jälkeen ostokohteelle suoritetaan taloudellisen turvallisuuden määrittäminen. Suunnitteluvaihetta seuraa yrityskaupan toteuttamisvaihe. Tässä vaiheessa käydään neuvottelua kaupan ehdoista, kuten kauppahinnasta, sekä luodaan kauppasopimus. Kolmas vaihe on sopeuttamisvaihe, jossa yrityskaupan kohde integroidaan ostajayritykseen. Tämä vaihe on yritysjärjestelyn onnistumisen kannalta kriittinen, ja sopeuttamisvaiheen onnistuminen tulisi ottaa huomioon jo suunnitteluvaiheessa. Sopeuttamisvaiheessa integroitavia toimintoja ovat esimerkiksi toiminnalliset resurssit, yrityksen talousjärjestelmät, sosiaaliset resurssit, talouden integrointi sekä tuotanto-, ja muut prosessit. (Immonen, 2018, s. 46 – 47.)

Yrityskaupan ollessa monimutkainen toimenpide, sen onnistumiseksi ja häiriöiden estämiseksi on tyypillistä toteuttaa kaupan kohteen tarkastus, eli niin kutsuttu due diligence-prosessi. Due diligencen aikana tarkastetaan muun muassa kauppasopimukseen liittyvät riskit, verotus, teknologiset seikat, kohdeyrityksen taloushallinto, yrityskulttuuri, vastuullisuusasiat sekä immateriaalioikeudet. Ostajan näkökulmasta tämä prosessi on laaja-alainen ostokohteen arvio, jolla kartoitetaan

kauppahinnan lisäksi ostajan taloudelliseen ja oikeudelliseen turvallisuuteen liittyvät tekijät. (Immonen, 2018, s. 48 – 49.)

## **2.2 Yrityskauppaan vaikuttavat tekijät**

Jotta voidaan paremmin ymmärtää arvonmäärittämiseen ja yrityksen arvoon vaikuttavia tekijöitä, on hyvä käydä läpi tarkemmin, miksi yrityskauppoja tehdään. Yritysjärjestelyille on olemassa useita erilaisia motiiveja sekä ostajan, että myyjän puolelta. Nykyisessä liiketoimintaympäristössä monet muuttajat luovat yrityksille painetta tehostaa toimintaansa ja laajentua muun muassa yrityskaupoilla. Tällaisia paineita aiheuttavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi markkinoiden ja sijoittajien tuotto-odotukset. Katramon ym. (2013, s. 30) mukaan yrityksen kasvusuunnitelmien ja yrityskauppastrategian tulee olla linjassa yrityksen pitkän aikavälin strategisen suuntauksen kanssa, jotta yritysjärjestelyissä voidaan menestyä.

Malikin, Anuarin, Khanin ja Khanin (2014) mukaan eräs merkittävimpiä syitä yrityskaupoille on synergiaetujen tavoittelu. Gooldin ja Campbellin (1998) mukaan yrityskaupoissa syntyviä hyötyjä ja synergioita ovat muun muassa paremmin koordinoitu strategia, jaettu tietotaito sekä resurssit liiketoimintayksiköiden välillä, parempi neuvotteluvälittäjä sekä toimintojen integraatio. Myös Katramon ym. (2013, s. 34) mukaan synergia- ja kilpailuedut, sekä arvonluonti integraation kautta ovat merkittäviä motiiveja yrityskaupoille. Synergiaetujen tavoittelun taustalla on ajatus, että kahden yrityksen yhdessä aikaan saama tuotos tai synergia on suurempi kuin näiden kahden tuotokset erikseen. Yritysten tuottomahdollisuudet siis paranevat niiden hakiessa synergioita yritysoston kautta. Synergioita voidaan saavuttaa useilla liiketoiminnan eri osa-alueilla, esimerkiksi rahoituksessa, tuotannossa, jakelussa tai markkinoinnissa. Yritysjärjestelyistä muodostuneita synergioita voivat olla muun muassa kolluusiosynergia, rahoitussynergia, myyntisynergia sekä tietotaidon jakamissynergiat. (Katramo ym., 2013, s. 34 – 35.)

Yritysostoilla voidaan tavoitella myös kilpailuetuja, esimerkiksi kansainvälisille markkinoille siirryttäessä. Tällöin ulkomaisen yrityksen ostaminen voi olla huomattavasti järkevämpää, kuin ulkomaille uuden tytäryrityksen perustaminen. Yritysostoilla tavoiteltavia kilpailuetuja ovat esimerkiksi uuden tuotteen hankkiminen

portfolioon, osaavan henkilöstön hankinta oman yrityksen käyttöön, sekä teknologian hankinta. Kilpailevan yrityksen tärkeitä resursseja, kuten patentteja, osaamista, tuotantolinjoja, jakelukanavia sekä asiakkaita voidaan hankkia yritysostoilla ja näin saavuttaa kilpailuetuja. Muuttuvassa liiketoimintaympäristössä ja kilpailussa mukana pysyminen voi edellyttää toiminnan kehittämistä juuri tällaisten yritysostojen kautta, sillä kyseisten resurssien ja kilpailuvalttien hankkiminen muuta kautta voi olla haastavaa. (Katramo ym., 2013, s. 33 – 34.)

Arvoa yritysoston avulla voidaan luoda horisontaalisen sekä vertikaalisen integraation avulla tai diversifioimalla. Horisontaalisen integraation arvonluonti perustuu markkinavoimaan ja suurtuotannon tuomiin mahdollisuuksiin. Vertikaalinen integraatio puolestaan eliminoi turhia välivaiheita ja päällekkäisyyksiä, sekä parantaa näin ollen tehokkuutta ja tarjoaa strategista etua. Diversifionnissa yritysostojen avulla voidaan rakentaa toisiaan täydentävien liiketoimintojen kokonaisuus ja näin kasvattaa yrityksen arvoa. (Katramo ym., 2013, s. 31.)

Katramo ym. (2013, s. 31) mainitsevat merkittäviksi syiksi yritysostoille myös markkina-aseman kasvattamisen, uusille markkinoille pääsyn, nopeuden investoinneilla kasvamiseen verrattuna, verotukselliset syyt, aliarvostetun yrityksen hankinnan sekä resurssien käytön tehostamisen. Myös Pennings, Barkema ja Doma (1994) mainitsivat merkittäväksi syyksi markkinavoiman kasvattamisen, ja Gopinath (2003) markkinaosuuden vahvistamisen. Levisonin (1970) mukaan yrityskauppojen motiivina voi olla uudenlaisen niche-markkinan luominen tai tuoteportfolion laajentaminen. Ostamalla kilpailevia yrityksiä niiden markkinaosuus saadaan oman yrityksen käyttöön ja kilpailijoita saadaan samalla poistettua markkinoilta. Myös asiakaskuntaa voidaan laajentaa nopeasti yritysostojen avulla. Markkina-aseman kasvattamiseen tähtäävällä yritysostolla voidaan myös siirtyä uudelle liiketoimintalueelle ja yrityskoon kasvattamisella parantaa osakkeiden odotusarvoja ja siirtyä paremmille rahoitusmarkkinoille. Yritysostoilla voidaan tähdätä myös tuotantoresurssien tehokkaampaan hyödyntämiseen ostamalla yrityksen, jolla on ostajan kannalta tärkeitä sidosryhmiä tai tehokkaampi tuotantokapasiteetti. (Katramo ym., 2013, s. 31 – 33.)

Muita merkittäviä motiiveja yritysostoille ovat muun muassa uudelle markkina-alueelle siirtyminen, jolloin kyetään välttämään kyseisillä markkinoilla markkinakapasiteetin kasvu ja hinnan aleneminen. Yritystotot ovat myös huomattavasti nopeampi ja tehokkaampi tapa laajentua investointeihin verrattuna. Myös liikkeenjohdolliset motiivit, kuten johtamistaitojen kehittäminen, riskin hajauttaminen sekä kasvun varmistaminen ovat tärkeitä motiiveja yrityskaupoille. Myös muun muassa verotukselliset edut sekä markkinoilla aliarvostetun yrityksen hankinta ovat yleisiä syitä yritysostolle. (Immonen, 2018, s. 31 – 33; Katramo ym., 2013, s. 36 – 37.) Sethin, Songin ja Pettitin (2000) mukaan yrityskaupan taustalla voi olla myös johdon oman edun tavoittelu ja muut vastaavat johdon harkintaan liittyvät motiivit.

Luonnollisesti myös myyjän motiivit yrityksen myymiselle vaikuttavat merkittävästi yrityskauppaan ja sen toteuttamiseen. Yrityksen myymisen tavoitteet voivat usein liittyä muun muassa hinnan maksimointiin, liiketoiminnan jatkuvuuteen, parhaan ostajan löytymiseen, myyntiprosessin toimivuuteen sekä kontrollin säilyttämiseen. Yrityskaupan strategiset syyt ja myyntimotiivit eroavat huomattavasti tilanteissa, joissa myyjänä on suuryritys tai joko pienyritys tai yksityishenkilö. Pienyrittäjän myydessä yritystään, yleisiä syitä myyntipäätökselle ovat muun muassa kasvu- ja kehitysmahdollisuuksien puute, eläköityminen, synergiaedut ostavan osapuolen kanssa sekä sopivan myyntitilaisuuden löytäminen. Monesti myyntipäätökseen voi vaikuttaa myös tilanne, jossa yritys on ajautunut uuteen tai odottamattomaan strategiseen asemaan ja omistaja kokee myymisen parhaana vaihtoehtona. Myös ajoituskysymykset ja markkinaolosuhteet vaikuttavat merkittävästi myyntipäätöksen syntyyn. Myös rajalliset resurssit ja henkisen pääoman kuten johtamiskyvyn puute voivat aiheuttaa myyntihalukkuutta. (Katramo ym., 2013 s. 27 – 28.)

### **2.3 Yrityskaupamuodot**

Yrityskauppa voidaan yleisesti ottaen jaotella yrityskaupan kohteen mukaan. Tällöin kauppa voidaan toteuttaa kahdella tapaa: osakekaupalla tai liiketoiminta-, eli substanssikaupalla. Nämä toteutustavat poikkeavat muodoltaan toisistaan merkittävästi muun muassa oikeudellisesta ja verotuksellisesta näkökulmasta.

(Suomen Yrittäjät, 2020; Immonen, 2018, s. 41.) Yleisesti ottaen ostaja haluaa tehdä yrityskaupan liiketoimintakauppana ja myyjä osakekauppana.

Liiketoimintakauppa eli substanssikauppa tarkoittaa yrityskaupan toteutusmuotoa, jossa myydään yrityksen tasesubstanssi eli liiketoiminta tai sen osa ja siihen kuuluva liikeomaisuus. Tällöin yrityksen myyjäksi katsotaan yritys, joka voi olla esimerkiksi osakeyhtiö, kommandiittiyhtiö tai yksityinen elinkeinonharjoittaja. Näin ollen myyjänä toimivaa yritystä verotetaan yrityskaupassa mahdollisesti syntyvästä voitosta ja kauppahinnan katsotaankin olevan EVL 4§:n mukaista yrityksen elinkeinotoiminnan tulolähteen tuloa. (Suomen Yrittäjät, 2020; Immonen, 2018, s. 41 – 42.)

Mikäli yrityskauppa toteutetaan osake- tai osuuskauppana, tällöin kaupan kohteena ovat osakkeet tai yhtiömiesosuudet. Osake- tai osuuskaupassa myyjänä on osakkeenomistaja tai henkilöyhtiössä yhtiömies. Osake- tai osuuskaupan verotuksessa luovutusvoiton tai -tappion katsotaan olevan pääomatuloa ja se lasketaan yrittäjän henkilökohtaisessa verotuksessa. (Suomen Yrittäjät, 2020; Immonen, 2018, s. 41 – 42.)

Eri yrityskaupamuodot sopivat ominaisuuksiensa ja menettelynsä puolesta erilaisiin tilanteisiin. Osakekauppa voi olla helpoin ratkaisu, mikäli yrittäjä ei tarvitse kyseistä yhtiötä yrityskaupan jälkeen. Tällöin yhtiö voidaan myydä uudelle omistajalle myymällä osakkeet tai osuudet. Ostajalle taas yrityskaupassa on usein tärkeää tuloksenteekokyky, ja kaupan kohteena olevassa yhtiössä voi olla paljon turhaa liikeomaisuutta tai liiketoimintoja, joista ostaja ei ole välttämättä kiinnostunut. Tällöin voi olla järkevintä ostaa liiketoimintakauppana vain ne osuudet yrityksestä tai liiketoiminnasta, jotka koetaan tärkeiksi. (Suomen Yrittäjät, 2020).

Yrityskaupamuotojen erot aiheuttavat sen, että ne ovat eri tavalla edukkaita yrityskaupan osapuolille. Ostajan näkökulmasta osake- tai osuuskauppa on epäedullisempi menettely verrattuna liiketoimintakauppaan. Myyjä taas haluaa todennäköisesti toteuttaa yrityskaupan mieluummin myymällä osakkeet tai osuudet. EVL 4§:n mukaan liiketoimintakaupan myyntihinta on yrityksen elinkeinotoiminnan tulolähteen tuloa, kun taas osake- tai osuuskaupassa kauppahinnan katsotaan olevan



luovutusvoittoa, joka on omistajan verotettavaa pääomatulona. Osakekaupassa myyntihinta on yrityksen myyjälle kuuluva erä, eikä se näin ollen tule myytävälle yhtiölle. Osakekaupassa myyjän ei tarvitse erikseen kotiuttaa voittoja. Liiketoimintakaupassa taas mahdollinen voitto täytyy kotiuttaa yrityksestä vaikkapa osinkoina. (Suomen yrittäjät, 2020.)

### 3 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

Moderni arvonmääritys pyrkii arvioimaan yrityksen arvon tutkimalla sekä sen talouden nykytilaa, että sen tulevaisuuden tuotto-, ja kasvunäkymiä. Toisin sanoen yrityksen arvonmääritys on prosessi, jonka tavoitteena on määrittää kohdeyrityksen omistusosuuden ja liiketoiminnan arvon estimaatti. Arvonmäärityksen tuottama arvo voi näin ollen poiketa tilinpäätöksen tasearvosta, jossa ei oteta huomioon tulevaisuuden tuottoja. Useimmiten kohdeyritykselle ei ole tarjolla sopivia markkinahintoja, tai nämä markkinahinnat eivät ole luotettavia eikä tämä hinta myöskään välttämättä ole sellainen, joka sopisi arvonmäärityksen tavoitteena olevaan käyttötarkoitukseen. Näin ollen yrityksen hinta joudutaan arvioimaan. Arvonmääritys on sen kohteesta riippuen hyvin yksilöllinen prosessi, ja siinä otetaan huomioon kohteeseen liittyvät erityispiirteet. (Seppänen, 2017, s. 20; Kallunki & Niemelä, 2007. s.13.)

Yrityksen arvonmääritys antaa hyödyllistä tietoa monenlaisten päätösten tueksi, ja sen tuottamaa tietoa voivat käyttää monenlaiset sidosryhmät erilaisiin käyttötarkoituksiin. Sekä pörssi-, että pääomasijoittajat hyödyntävät arvonmääritystä sijoituspäätöksissään. Listautumista suunnittelevat yritykset saattavat määrittää osakkeen listautumisessa käytettävän myyntihinnan arvonmäärityksen avulla. Arvonmääritystä voidaan käyttää hyödyksi myös muun muassa tilinpäätöserien arvostamisessa tai osakkeiden takaisinostoissa. (Kallunki & Niemelä, 2007, s. 14 – 24.) Fernandezin (2007) mukaan arvonmääritystä voidaan käyttää moniin erilaisiin tarkoituksiin. Näitä ovat yritysten myynti ja osto, pörssiyhtiöiden arvonmääritys, osakeannit, perinnönjako, yrityksen arvoon perustuvat palkitsemisjärjestelmät, arvoajureiden tunnistaminen, yrityksen tulevaisuuteen liittyvät strategiset päätökset ja strategiasuunnittelu. (Fernandez, 2007.)

Kansainvälisissä arvonmääritysstandardeissa yrityksen tai omaisuuserän arvo on määritelty mielipiteeksi joko todennäköisestä hinnasta, joka kyseisestä omaisuuserästä maksettaisiin vaihtokaupassa tai vaihtoehtoisesti omaisuuserän omistamisen synnyttämästä taloudellisista hyödyistä. Näin ollen arvonmäärityksen tuottama estimaatti on siis arvonmäärittäjän näkemys joko markkinahinnasta tai omaisuuserän mahdollisesta tuottoarvosta. Markkinahinnalla tarkoitetaan todennäköistä

kauppahintaa, mikäli omaisuuserä tai yritys myytäisiin markkinoilla. Omaisuuserän omistamisesta saadulla taloudellisella hyödyllä eli tuottoarvolla taas tarkoitetaan sen tulevaisuudessa tuottamien kassavirtoja ja niiden nykyiseen arvonmäärityshetkeen diskontattua nykyarvoa. Tuottoarvo saadaan, kun odotettavissa olevat kassavirrat diskontataan arvonmäärityshetkeen niihin liittyvällä tuottovaatimuksella. (Seppänen, 2017 s. 20 – 21; IVS, 2013.)

Käytännön arvonmäärittämisessä markkina-arvo ja tuottoarvo eroavat usein toisistaan. Markkina-arvoon perustuva arvonmäärittäminen soveltuu käytettäväksi paremmin sellaisissa tilanteissa, kun arvonmäärittämisen kohteena olevan yrityksen arvopaperit ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Tällöin osakemarkkinoilta saadaan markkinahinta helposti. Kun taas määritetään yksityisyrittäjän arvoa, jonka osakkeita ei ole listattu pörssiin, markkinahintoja ei voida reaaliaikaisesti nähdä samalla tavalla. Tällöin arvonmäärittämiseen soveltuu paremmin käytettäväksi tuottoarvo. (Seppänen, 2017 s. 21; IVS, 2013.)

Tässä tutkielmassa tarkasteltavat yritykset ovat pienyrityksiä, joiden osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Tällaisten yritysten kohdalla markkinahintoja ei ole, tai ne voivat olla hyvin vaikeasti määritettäviä eivätkä välttämättä palvele arvonmäärittämisen tarkoituksia. Näin ollen pienyrityksen kohdalla arvonmäärittäminen täytyy tehdä johonkin muuhun arvoon perustuen, esimerkiksi tulevaisuuden tuottoihin. Toisaalta pienyrityksen kohdalla tulevaisuuden tuottojen arviointi voi olla hyvin haastavaa verrattuna suuriin yrityksiin ja niihin voi liittyä paljon epävarmuutta.

Rahoitusteorian näkökulmasta arvonmäärittämisessä käytettävät markkina-arvot ja tuottoarvot perustuvat molemmat odotettavissa oleviin taloudellisiin hyötyihin eli tulevaisuuden kassavirtoihin ja näiden nykyarvoon. Arvonmäärittämisen merkittävimpiä ongelmia ovatkin yrityksen markkinahinta ja sen määrittäminen, tulevaisuuden kassavirtojen määrä ja niiden arviointi, sekä yrityksen omistajien panos yrityksessä ja tähän kohdistuvat tuotto-odotukset. Arvonmäärittämisen teoriassa voidaan johtaa kassavirtojen nykyarvoon perustuvan arvonmäärittämisen pohjalta yrityksen tai omaisuuserän arvon niin kutsutut arvoajurit, joita ovat kannattavuus, kasvu, sekä riskitaso. Nämä tekijät vaikuttavat sekä tulevaisuuden tuottotasoihin, että käytetyn diskonttauskoron tasoon, ja näin ollen myös yrityksen arvoon. (Seppänen, 2017, s. 21.)

Arvonmäärittämisessä on myös tärkeää ottaa huomioon, että yrityksen arvo voi vaihdella useista seikoista johtuen. Arvo voi vaihdella huomattavasti muun muassa arvonmäärittämisprosessin tavoitteen, arvonmäärittämisprosessin, sekä arvonmäärittämiseen liittyvien oletusten ja valintojen takia. Myös käytetty arvopäivä vaikuttaa merkittävästi yrityksen arvoon. Muun muassa arvonmäärittämisprosessin ajankohtana saatavilla oleva arvoon vaikuttava informaatio sekä markkinaolosuhteet tulee huomioida. Arvonmäärittämisprosessin tuottama arvoestimaatti on siis pätevä vain tapauskohtaisesti kyseisen omaisuusarvon tai yrityksen arvonmäärittämiseen kyseisellä hetkellä ja kyseisissä olosuhteissa. (Seppänen, 2017 s. 24.)

Fernandezin (2007) mukaan yrityskaupoilla on monenlaisia lähtökohtia ja motiiveja, ja näistä johtuen yrityksen arvo ostajan näkökulmasta voi vaihdella. Yritys voi olla eri arvoinen myös ostajalle ja myyjälle. Ostaja voi olla kiinnostunut kohdeyrityksen brändistä, liiketoiminnasta tai kohdemarkkinasta, eikä näin ollen näe arvokkaaksi esimerkiksi yrityksen omaisuutta. Arvo voi vaihdella myös esimerkiksi ostajan skaalaetujen, tuotevariointietujen tai toimiala- ja yrityskohtaisen näkemyksen vuoksi. (Fernandez, 2007.)

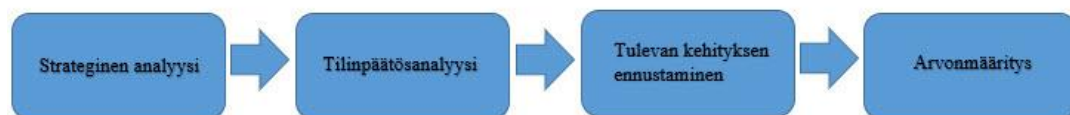
### **3.1 Arvonmäärittämisprosessi**

Yrityksen arvonmäärittäminen on monimutkainen ja monivaiheinen prosessi, jota on kuvattu kirjallisuudessa monin tavoin. Prosessi alkaa yleensä arvonmäärittämistarpeen tunnistamisesta ja päättyy arvon määrittämiseen. Näiden välillä on tapauskohtaisesti lukuisia eri vaiheita, jotka sisältävät monipuolisia analyyseja sekä arvioita, joiden avulla pyritään muodostamaan mahdollisimman hyvä kuva kohdeyrityksestä. Arvonmäärittämiseen sisältyy myös paljon erilaista harkintaa, kuten esimerkiksi käytettävän arvonmäärittämisprosessin valinta.

Kallunki ja Niemelä (2007 s. 25 – 26) jakavat arvonmäärittämisprosessin strategiseen analyysiin, tilinpäätösanalyysiin sekä tulevan kehityksen ennakkointiin. Seppänen (2017, s. 26) mukaan arvonmäärittämisprosessi alkaa oletusten, ennusteiden ja syöttötietojen valinnalla, jota seuraa arvonmäärittämisprosessin valinta ja käyttö. Viimeinen vaihe taas on arvon estimointi. Myös hän tunnistaa liiketoiminta-analyysin, tilinpäätösanalyysin, sekä markkina-analyysin sisältyvän prosessiin, ja ne

vaikuttavatkin merkittävästä oletuksiin ja valintoihin sekä arvonmäärityksen lopputulemaan. Katramo ym. (2013, s. 82) jakaa arvonmääritysprosessiin liittyvän analysoinnin neljään vaiheeseen. Ulkoisessa analyysissä tarkastellaan toimialatasolla yrityksen liiketoimintaympäristöä sekä kilpailukenttää, yhtiötasolla taas tehdään sisäinen analyysi, jossa analysoidaan yritystä itseään yritysanalyysillä, taloudellista toteutumia tilinpäätösanalyysin avulla sekä ennustetaan tulevaa kehitystä. (Katramo, 2013, s. 82.) Thomasin ja Gupin (2010, s. 2) mukaan arvonmäärityksen fundamentaalinen analyysi koostuu yrityksen ulkopuolisten tekijöiden, kuten liiketoimintaympäristön, taloustilanteen, sekä toimialan analysoinnista. Lisäksi analysoidaan yritystä ja sen sisäisiä tekijöitä, kuten sen strategiaa, taloutta ja johtoa. Näiden lisäksi arvonmääritysmenetelmiä ja data-analyysia hyödyntäen arvioidaan yritykselle arvo. (Thomas & Gup, 2010, s. 2.)

Vaikka kirjallisuudessa arvonmääritysprosessia havainnollistetaan monin eri tavoin, siinä toistuu yleensä samat pääpiirteet. Arvonmäärityksen aikana hankitaan laaja ymmärrys yrityksen liiketoiminnasta ja vallitsevista olosuhteista, yrityksen talouden menneisyydestä ja nykytilasta sekä arvioidaan tulevaisuuden tuottopotentiaalia ja tulevaisuudessa saatavan taloudellisen hyödyn arvoa, ja näiden pohjalta luodaan arvio yrityksen arvosta. Kuviossa yksi on esitetty arvonmääritysprosessin pääpiirteet.



**Kuvio 1. Arvonmääritysprosessi (mukaillen Katramo ym., 2013, s. 72)**

Kallungin ja Niemelän (2007, s. 26) mukaan arvonmäärityksen liiketoimintanalyysissä arvioidaan yritykseen ja sen taloudelliseen menestykseen vaikuttavia sisäisiä ja ulkoisia tekijöitä. Tässä niin sanotussa strategisessa analyysissä tai liiketoiminnan analyysissä määritetään yritykseen liittyvät tekijät ja riskit, jotka yleisesti ottaen vaikuttavat yrityksen liiketoimintaan ja tuottoihin. Liiketoimintaan ja yrityksen arvoon vaikuttavia ulkoisia tekijöitä ovat muun muassa toimiala, kilpailutilanne ja yleinen markkinatilanne. Sisäisiä tekijöitä taas ovat esimerkiksi liikeidea ja tuotteet, hinnoittelu, henkilöstö, jakelukanavat ja rahoitus. (Kallunki &

Niemelä, 2007, s. 26 – 27.) Katramon ym. (2013, s. 82) mukaan arvonmäärittämisprosessin alussa tarkastellaan yrityksen liiketoimintaympäristöä sekä sen kilpailutilannetta. Tässä vaiheessa pyritään selvittämään, kuinka toimivaa ja kannattavaa yrityksen liiketoiminta lähtökohtaisesti on, sekä sitä, millaisessa tilassa yrityksen toimiala on ja mitkä asiat siihen vaikuttavat. Analyysissä tarkastellaan myös sitä, kuinka yritys ja sen kilpailijat asettuvat vallitsevaan kilpailumarkkinaan. Yrityksen liiketoiminnan analysoinnilla luodaan perusta taloudellisen nykytilan kartoittamiselle eli tilinpäätösanalyysille. Tilinpäätösanalyysin onnistuminen edellyttää yrityksen tilanteen ja erityispiirteiden lisäksi toimialan, sekä tämän tilan ja luonteen ymmärtämistä. (Katramo ym., 2013, s. 82 – 83.)

Koska arvonmäärittämisessä yrityksen arvoa tarkastellaan tulevaisuuden tuottojen lisäksi yrityksen historian ja nykytilan perusteella, on tärkeä tutkia yrityksen tilinpäätöstietoja. Katramon ym. (2013, s. 83 – 84) mukaan tilinpäätösanalyysissä pyritään selvittämään yrityksen talouden nykytilaa, kuten sen kannattavuutta, rahoitusasemaa ja maksukykyä, sekä nykyiseen taloudelliseen tilanteeseen johtaneita seikkoja. Tilinpäätösanalyysin avulla voidaan myös nostaa esille sellaisia asioita yrityksestä ja sen liiketoiminnasta, joita voidaan hyödyntää tulevan taloudellisen kehityksen ennusteissa (Katramo ym., 2013, s. 83 – 84). Kallungin (2014, s. 12 – 13) mukaan tilinpäätösanalyysissä arvioidaan yrityksen taloudellista asemaa ja menestystä tarkastelemalla yrityksen tilinpäätöstietoja.

Pörssiyhtiöiden tilinpäätöstiedot ovat julkisia ja monesti helposti vertailtavissa. Yksityisten yritysten tilinpäätöstietoja voidaan kuitenkin joutua oikaisemaan vertailukelpoisen ja oikeellisen kuvan saamiseksi. Tavallisesti tilinpäätösanalyysin perimmäinen tehtävä onkin tilinpäätöserien oikaiseminen sellaiseen muotoon, että niitä on helpompi verrata eri ajankohtien sekä yritysten välillä. (Kallunki & Niemelä, 2007, s. 32.; Katramo ym., 2013, s. 85.) Tilinpäätösanalyysin tuottamaa taloustietoa esitetään ja tulkitaan yleensä tunnuslukujen muodossa. Tunnuslukuihin palataan seuraavassa kappaleessa, jossa käsitellään arvonmäärittämismenetelmiä. Tämän lisäksi yrityksen historiaa, taloudellista tilaa ja tulevaisuuden tuottopotentiaalia voidaan analysoida lisää tilinpäätösanalyysissä tilinpäätöserien uudelleenjärjestelyillä, liitetietojen tutkimisella ja erilaisten oletuksien tekemisen avulla. Muulla tilinpäätöksen analyysillä voidaan tarkastella ja analysoida omistaja-arvoon liittyviä

yrittäjäkohtaisia arvoajureita, ja näin saada parempi kuva yrityksen arvosta. Tilinpäätösanalyysissä voidaan selvittää myös rahoituksen riittävyyteen ja pääomarakenteeseen liittyviä seikkoja. (Katramo ym., 2013, s. 86.)

Kallungin ja Niemelän (2007, s. 33) mukaan yrityksen tulevaisuuden menestyksen arvioinnilla merkittävä asema arvonnäilytyksessä, sillä arvonnäilytyksen fokus on yleensä tulevaisuuden tuotoissa sekä tuotto- ja kasvupotentiaalissa. Tulevaisuuden arvioinnissa joudutaan useimmiten käyttämään yrityksestä saatavilla olevaa julkista tietoa, mikäli sisäistä tietoa ei ole saatavilla. Tässä tapauksessa tulevaisuuden arviointi on haastavaa ja siihen liittyy paljon harkinnanvaraisuutta ja olettamia. Tietoa tulevaisuuden arviointiin saadaan esimerkiksi tilinpäätöksistä ja muista yrityksen talousjulkaisuista sekä toimialaa koskevista raporteista. Pörssiyritysten osalta tietoa ennusteiden tueksi on saatavilla laajemmin, tilinpäätöstietojen lisäksi näistä löytyy esimerkiksi analyytikoiden tekemiä raportteja. Tulevaisuuden ennustamisessa käytetyn informaation tulee olla läpinäkyvää ja tulevaisuuden mallintamisen tulee muutenkin olla sellaista, että siihen liittyvät parametrit ovat mahdollisimman lähellä todellisuutta vastaavia. (Kallunki & Niemelä, 2007, s. 33 – 34.)

Katramo ym. (2013, s. 93) toteaa, että tulevan kehityksen ennakkoinnissa on erittäin tärkeää, että arvonnäilytyksen prosessin aikaisemmat vaiheet on toteutettu laadukkaasti ja näin ollen rakennettu hyvä pohja tulevaisuuden ennusteille. Yrityksen tulevaisuuden arvonneilytyksen ennustamisessa on myös oleellista huomioda yrityksen kasvu, sillä kyky tuottaa tulevaisuudessa kassavirtoja riippuu vahvasti sen kasvupotentiaalista. Usein yrityksen kasvua voidaan tarkastella suhteessa esimerkiksi liikevaihdon kasvuun, mutta kasvun tarkastelussa tulee ottaa myös huomioon valuuttakurssimuutokset, kirjanpito- ja tilinpäätöskäytäntöjen erot sekä tietysti mahdolliset yritysjärjestelyt. (Katramo ym., 2013, s. 93.) Arvonnäilytyksen kohdeyrityksen tulevaisuuden ennustamisessa tulee ottaa myös huomioon tulevaisuuden arvaamattomuus. Tähän voidaan varautua erilaisten skenaarioanalyysien avulla. Mikäli yrityksen liiketoiminta on vahvasti riippuvainen jostain tekijästä, tai siihen liittyy voimakkaita epävarmuustekijöitä, riskin hallinta tuottovaatimuksen avulla on vaikeaa. Tällöin erilaisten skenaarioanalyysien avulla voidaan ottaa tulevaisuuden tuottoihin liittyvät epävarmuustekijät paremmin huomioon. (Katramo ym., 2013, s. 96.)

Tilinpäätösanalyysin sekä liiketoiminta-analyysien sekä tulevaisuuden ennakkoinnin jälkeen arvioidaan yrityksen arvo. Tähän on lukuisia eri tapoja ja menetelmiä, joita käsitellään yksityiskohtaisemmin seuraavassa luvussa. Tässä tutkielmassa käsitellään pienyrityksen arvonmäärittystä, johon ei sen erityispiirteiden vuoksi päde täysin samat asiat kuin suurempien yritysten tai pörssilistattujen yhtiöiden arvonmäärittymiseen. Esimerkiksi tilinpäätösanalyysin tekeminen pienyritykselle voi olla haastavaa, mikäli tilinpäätöstietoja ei ole saatavilla. Myös tulevaisuuden tuottojen ennustaminen esimerkiksi yhden miehen rakennusliikkeelle voi olla haastavaa. Seuraavassa kappaleessa käsitellään yleisimpiä arvonmäärittämenetelmiä ja tarkastellaan, miten niiden nähdään yleisesti sopivan pienyrityksen arvon määrittämiseen.

### **3.2 Arvonmäärittämenetelmät**

Kun arvonmäärittäprosessin aikaisemmat vaiheet, eli liiketoiminnan, ympäristön ja yrityksen analysointi, sekä yrityksen taloudellisen tilanteen ja historiallisen kehityksen tarkastelu tilinpäätösanalyysin avulla on suoritettu, näistä saatujen tietojen ja tehtyjen ennusteiden avulla määritetään yrityksen arvo. Jotta arvo voidaan määrittää luotettavalla tavalla, tulee arvonmäärittäjän valita käyttöönsä tapauskohtaisesti sopiva sekä teoreettisesti pätevä arvonmäärittämalli, joka palvelee kyseisen tapauksen päämääriä ja tarkoitusta. Arvonmäärittätapa valitaan aina arvonmäärittätilanteen mukaan, ja valinnassa huomioidaan kyseessä olevan arvonmäärittästarpeen kannalta merkittävät tekijät. Käytettävään arvonmäärittämenetelmään vaikuttaa myös kyseisen menetelmän pätevyys aiemmissa, vastaavanlaisissa tilanteissa. Myös käytettävän datan ja syöttötietojen luotettavuus sekä tarjonta voivat vaikuttaa valittavaan menetelmään. Moderni arvonmäärittä pyrkii suorittamaan yrityksen arvostamisen perustuen sen taloudelliseen tilanteeseen. Pelkkää yrityksen nykytilan analysointia merkittävämpää on kuitenkin huomioida arvonmäärittäksessä myös yrityksen tulevaisuuden tuottopotentiali. (Katramo ym., 2013, s. 101; Seppänen, 2017, s. 65.)

Yrityksen arvon määrittämiseen on olemassa lukuisia erilaisia menetelmiä. Luonnollisesti eri menetelmät soveltuvat tapauskohtaisesti erilaisiin arvonmäärittätilanteisiin, ja eri menetelmien käytöllä voidaan samalle yritykselle saada hyvinkin erilainen arvo. Katramon ym. (2013, s. 101) mukaan menetelmät voidaan karkeasti jakaa arvostuskertoimiin sekä arvonmäärittäsmalleihin. Eri tapoja



arvon määrittämiseksi ovat muun muassa yrityksen nykyinen markkina-arvo, nykyarvoon perustuvat arvonmäärittäsmallit, sekä suhteellinen arvonmäärittäys (Katramo ym., 2013, s. 101). Seppänen (2017, s. 91) jakaa arvonmäärittäyksen lähestymistavat markkinaperusteisiin, tuottoarvoperusteisiin, kustannusarvoperusteisiin, säännöksiin ja sopimuksiin perustuviin sekä epävirallisiin peukalosääntöihin perustuviin arvonmäärittäysmenetelmiin. Damodaran (2012, s. 11) luokittelee arvonmäärittäyksen lähestymistavat diskontattujen kassavirtojen arvostukseen, suhteelliseen arvonmäärittäykseen sekä optioihin perustuvaan arvostukseen.

Demirakos, Strong ja Walker (2004) tunnistivat kolme erilaista arvonmäärittäyksen tyyppiä. Yksinkertaisimmillaan arvonmäärittäykset voivat olla yhteen tarkasteluperiodiin sijoittuvia, vertailuun perustuvia arvonmäärittäyksiä. Näitä ovat esimerkiksi erilaiset tuottokertoimet sekä tunnusluvut. Arvonmäärittäyksiä voidaan tehdä myös hybridimalleilla, joita ovat muun muassa ARR -malli (accounting rate of return) sekä EVA -malli (economic value added). Kolmas arvonmäärittäyksen tyyppi on useisiin tarkasteluperiodeihin perustuvat nykyarvomenetelmät, kuten kassavirtojen nykyarvomalli eli DCF-malli (discounted cash flow model). Analyytikot ja arvonmäärittäjät valitsevat käytettävän arvonmäärittäytavien siten, että se soveltuu juuri kyseiseen arvonmäärittäykseen ja kohdeyrityksen toimialalle. Esimerkiksi vertailuun perustuva arvonmäärittäys on tehokkaampaa vakaillo toimialoilla, jossa kirjanpito antaa paremman kuvan yrityksen arvosta, kun taas DCF-malli soveltuu paremmin käytettäväksi monimutkaisemmilla toimialoilla ja yritysten kohdalla, joiden kasvu on epävakaa ja tuotot vaihtelevia. Tutkimuksesta kävikin ilmi, että suurin osa analyytikoista valitsee DCF-mallin tai P/E-lukuun perustuvan vertailumenetelmän ensisijaiseksi arvonmäärittäysmalliksi. (Demirakos, Strong ja Walker, 2014.)

Fernandezin (2007) mukaan yrityksen arvonmäärittäys voidaan tehdä monenlaisilla menetelmillä. Taseeseen perustuvilla menetelmillä pyritään arvioimaan yrityksen varallisuuden arvo. Näitä menetelmiä ovat esimerkiksi substanssiarvo, mukautettu substanssiarvo sekä likvidointiarvo. Näiden menetelmien oletama on, että yrityksen arvo muodostuu sen taseesta. Tuloslaskelmaan perustuvat menetelmät pyrkivät määrittämään yrityksen arvon perustuen tuottoihin, liikevaihtoon tai muihin vastaaviin tuloslaskelman eriin. Arvo voidaan esimerkiksi määrittää kertomalla valittua

tuloslaskelman erää tietyllä kertoimella. Näitä menetelmiä ovat esimerkiksi tuotot kerrottuna PE-luvulla, liikevaihtokerroin, käyttökatteeseen perustuvat kertoimet sekä kassavirtaan perustuvat kertoimet. (Fernandez, 2007.)

Fernandezin (2007) mukaan arvonmäärittämisessä voidaan käyttää myös liikearvoon perustuvia yhdistelmämenetelmiä. Liikearvolla tarkoitetaan sitä osaa yrityksen arvosta, joka ei sisälly yrityksen kirjanpitoarvoon. Näillä menetelmillä pyritäänkin määrittämään arvo yritykselle käyttämällä yrityksen varallisuuden arvon ja tulevaisuuden tuottojen arvon yhdistelmää. Tällaiset menetelmät ottavat siis huomioon yrityksen sekä nykyisen varallisuuden, että tulevaisuuden tuottopotentiaalin. Tällaisten yhdistelmämenetelmien käyttö on vähentynyt lähivuosina, sillä kassavirtojen nykyarvoon perustuvien menetelmien käyttö on yleistynyt ja tullut niiden tilalle. Kassavirtojen nykyarvoon perustuvia menetelmiä pidetäänkin yleisesti kirjallisuudessa konseptuaalisesti pätevimpinä menetelminä. Kassavirtojen diskonttaukseen perustuvilla menetelmillä pyritään määrittämään yrityksen arvo muuntamalla ennustettujen tulevaisuuden kassavirtojen arvo nykyhetkeen. Näitä menetelmiä ovat muun muassa vapaan kassavirran malli, oman pääoman kassavirran malli sekä osinkotuottomalli. Fernandezin (2000) mukaan yrityksen arvo muodostuu sen kyvystä luoda kassavirtaa osakkeenomistajille, joten kassavirtojen nykyarvomenetelmät ovat sopivimpia arvon määrittämiseksi. Kuitenkin erilaisten yritysten arvonmäärittämisessä käytetään erityyppisiä menetelmiä, kohdeyrityksen luonteesta ja toimialasta riippuen. (Fernandez, 2007.)

Devaneuyn (2003) mukaan arvonmäärittäminen on yrityksistä ja markkinoilta saatavan informaation analysointia. Ihannetilanteessa saatava data on aukotonta ja jokainen arvonmäärittäystapa tuottaisi kohdeyritykselle saman, käyvän markkina-arvon. Kuitenkin käytännön tilanteessa asia ei ole näin ja arvonmäärittäminen tulos muodostuu arvonmäärittämenetelmän toimivuuden sekä tiedon saatavuuden mukaan. Vaikka viime vuosina tutkimuksissa tulevaisuuden tuottojen nykyarvoon perustuvat menetelmät ovat todettu luotettavimmiksi arvonmäärittämenetelminä, silti menetelmän teoreettisella toimivuudella ei voida korvata relevantin datan puuttumista. Näin ollen arvonmäärittäjän tulee hyödyntää ammattitaitoaan ja arvioida datan luotettavuutta sekä menetelmän soveltuvuutta lopullista arvoa määrittäessään. (Devaneuy, 2003.)

Demirakos Strong ja Walker (2010) tutkivat suosittujen DCF- ja P/E-mallien tarkkuutta. Teorian tasolla molempien mallien pitäisi tuottaa sama tulos arvonmäärittämiselle. Kuitenkin käytännössä eri menetelmät tuottavat lähes aina eri tuloksen. Analytiikot ja arvonmäärittäjät keskittyvät analysoimaan erilaisia asioita eri menetelmillä. Esimerkiksi P/E-arvoa käyttämällä analytiikko uskoo, että nykyiset tuotot antavat hyvän kuvan arvosta. DCF-mallilla taas voidaan keskittyä kokonaisvaltaisemmin yrityksen arvoon pidemmällä aikavälillä ja moneen tarkasteluperiodiin keskittyvät menetelmät ottavatkin paremmin huomioon arvon pitkällä aikavälillä. Näin ollen yrityksen, raportoinnin ja toimialan erityispiirteet vaikuttavat merkittävästi arvonmäärittämenetelmän valintaan. Merkittäviä tekijöitä valinnassa on yrityksen koko, kannattavuus ja vertailukelpoisten yritysten määrä. (Demirakos, Strong ja Walker, 2010.)

Aiemmassa kirjallisuudessa on tunnistettu lukuisia erilaisia tapoja määrittää kohdeyrityksen arvo. Pääpiirteittäin yleisesti käytettävät menetelmät voidaan jakaa taseen arvoon perustuviin menetelmiin, kuten substanssiarvoon, vertailuun perustuvaan suhteelliseen arvonmäärittämiseen sekä tuottojen nykyarvoon perustuviin menetelmiin. Lisäksi pienyritysten arvonmäärittämisessä kohtuullisen yleisiä ovat niin sanotut peukalosääntömenetelmät. Seuraavaksi käydään tarkemmin läpi näitä erityyppisiä arvonmäärittämiä ja niiden toimintaperiaatteita.

### 3.2.1 Substanssiarvo

Yrityksen arvonmäärittäminen voidaan yksinkertaisimmillaan toteuttaa yrityksen substanssiarvon perusteella. Substanssiarvo saadaan yksinkertaisesti vähentämällä yrityksen varoista sen velat, eli substanssiarvo määrittää yrityksen velattoman omaisuuden määrän. Substanssiarvo on todella yksinkertainen tapa määrittää yrityksen arvo. Sitä kuitenkin käytetään laajalti arvonmäärittämisessä ja esimerkiksi verottaja määrittää yrityksen arvon omistajanvaihdoksessa perustuen yrityksen substanssi- ja tuottoarvoihin.

Seppäsen (2017, s. 72) mukaan substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen oman pääoman tai velattoman varallisuuden arvoa, joka saadaan yrityksen varojen ja velkojen erotuksesta. Näin ollen substanssiarvon perustuessa kohdeyrityksen

omaisuuserien arvoon, se on niin sanottu kustannusarvoon perustuva arvonmäärittystapa. Substanssiarvo voidaankin nähdä eräänlaisena minimihintana joka yrityksestä tulisi saada. Yrityskaupassa ostajan näkökulmasta substanssiarvon perustuessa varallisuuden jälleenhankintahintaan, sen arvo voidaan nähdä ikään kuin yrityksen perustamiskuluna. Sen verran ostaja joutuisi maksamaan, mikäli hän perustaisi itse vastaavan yrityksen ja ostaisi kaikki vastaavat omaisuuserät. (Seppänen, 2017, s. 72.; Suomen Yrittäjät, 2020.)

Substanssiarvon määrittämisessä on ensiarvoisen tärkeää, miten ja mihin ajankohtaan varallisuus arvostetaan. Yrityksen arvo voi poiketa huomattavasti arvostustavan tai -ajankohdan mukaan. Verohallinnon (2020) mukaan yrityksen substanssiarvo määritetään haluttuna ajankohtana yritykselle kuuluvan omaisuuden ja muun varallisuuden perusteella. Arvonmäärittämisessä käytettävää tasetta tulee oikaista, ja yrityksen varat ja velat tulee arvostaa niiden käypään arvoon ja oikeaan ajankohtaan. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi kiinteistöt, kalusto, vaihto-omaisuus ja sijoitukset tulee oikaista markkina-arvoonsa. Arvon määrittäminen substanssiarvoon perustuen onkin melko rajallista, sillä varallisuuden arvostaminen oikealle tasolle voi olla haastavaa. Lisäksi substanssiarvo ei huomioi yrityksen kykyä tuottaa tuottoja tulevaisuudessa liiketoiminnalla, ja se onkin vain yrityksen omaisuuden arvon määrittämisen työkalu, ei liiketoiminnan. Substanssiarvo soveltuukin arvonmäärittystavaksi parhaiten tilanteissa, joissa kohdeyrityksellä ei ole tuottoarvoa, esimerkiksi tappiollisen yrityksen arvon määrittämiseksi. (Verohallinto, 2019; Seppänen, 2017, s. 72.)

### 3.2.2 Suhteellinen arvonmäärittäminen

Arvostuskertoimien käytöllä eli suhteellisella arvonmäärittäyksellä tarkoitetaan arvonmäärittystapaa, jossa omaisuuserän tai yrityksen arvoa suhteutetaan ja verrataan esimerkiksi vastaavien yritysten tai toimialan keskiarvoon käyttäen yhteistä muuttujaa, kuten kirjanpitoarvoa, kassavirtaa tai tulosta. Suhteellisessa arvonmäärittämisessä siis pyritään löytämään yritykselle arvo tutkimalla sitä, kuinka vastaavat yritykset on hinnoiteltu markkinoilla. Tunnuslukuihin perustuvan suhteellisen arvonmäärittäyksen käyttö on hyvin yleistä, sillä se on menetelmänä melko yksinkertainen. Tunnuslukujen käyttö on yleistä tilanteissa, jolloin saatavilla olevat syöttötiedot ovat rajallisia tai jos

yrittäjän arvosta halutaan tehdä pikainen arvio. (Katramo, 2013, s. 103; Damodaran, 2012, s. 19 – 20.) Siinä missä tuottoarvoon perustuvat arvonmäärittämisallit keskittyvät yrityksen arvoon sen tuottopotentiaaliin nojaten, yksittäisten tunnuslukujen käyttöön perustuva arvonmäärittämis taas perustuu markkinahintoihin (Damodaran, 2012, s. 453).

Chengin ja McNamaran (2000) mukaan vertailuun perustuvilla arvonmäärittämismenetelmillä kohdeyrityksen arvo määritetään perustuen vertailuyritysten hintakertoimiin. Yleensä suhteellista arvonmäärittämisä käytettäessä valitaan joukko vertailuyrityksiä erilaisiin kriteereihin, esimerkiksi kokoon tai toimialaan perustuen. Tämän joukon mediaania voidaan käyttää vertailukohtana kohdeyritykselle. (Cheng & McNamara, 2000.) Lie ja Lie (2002) mukaan suhteellisessa arvonmäärittämisessä vertailuyrityksille määritetään valitut tunnusluvut tai kertoimet ja määritetään näiden pohjalta kohdeyritykselle arvo. Käytettyjä menetelmiä ovat muun muassa P/E-, EV/S-, EV/EV-, EV/EBIT- sekä EV/EBITDA-luvut. (Lie & Lie, 2002.) Koeplinin, Sarinin ja Shapiron (2005) mukaan yleisesti käytettyjä suhteellisen arvonmäärittämis menetelmiä ovat tuottoon, kirjanpitoarvoon sekä tulokseen perustuvat menetelmät.

Katramon ym. (2013, s. 105) mukaan suhteellisessa arvonmäärittämisessä omaisuuserän, osakkeen tai yrityksen hintaa voidaan suhteuttaa tasearvoon, yrityksen tulokseen, kassavirtaan tai liikevaihtoon, ja saatua tunnuslukua verrata muihin vastaaviin yrityksiin, toimialan keskiarvoon, tai kohdeyrityksen historialliseen keskiarvoon ja näin määrittää, millä tasolla yrityksen hinta on. Suhteellisessa arvonmäärittämisessä tunnuslukujen osoittajana eli suhteutettavana arvona käytetään usein joko yrityksen liiketoiminnan arvoa, josta käytetään yleisesti lyhennettä EV (Enterprise Value) tai yrityksen oman pääoman arvoa, joka saadaan, kun liiketoiminnan arvosta vähennetään yrityksen nettovelat. Vaihtoehtoisesti EV saadaan lisäämällä P:n nettovelat. Pörssiyhtiöillä oman pääoman arvoa vastaa yrityksen osakkeiden markkina-arvo. Tunnusluvuissa oman pääoman arvo lyhennetään usein kirjaimella P (price). Kaava 1 kuvaa P:tä. Kaava 2 kuvaa EV:tä.

$$P = EV - \text{nettovelat} \quad (1)$$

$$EV = P + \text{Nettovelat} \quad (2)$$

Tilinpäätösperusteina eli tunnusluvun nimittäjänä voidaan käyttää yrityksen käyttökattetta (EBITDA), liikevoittoa (EBIT), nettotulosta (earnings), oman pääoman tasearvoa (book value) ja liikevaihtoa (sales). Kun liiketoiminnan tai yrityksen arvo jaetaan näillä tilinpäätösperusteilla, voidaan laskea muun muassa seuraavat tunnusluvut: P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA, sekä EV/S. Arvonmäärityksessä yleisimmin käytetyt tunnusluvut voidaan luokitella tilinpäätösmuuttujan mukaan. Tulokseen suhteutettuja tunnuslukuja ovat P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA. Kassavirtoihin suhteutettuja ovat mm. P/CE ja P/FCF. Liiketoiminnan tasoon suhteutettuja tunnuslukuja ovat P/S ja EV/S. Oman pääoman tasesubstanssiin verrattava tunnusluku on P/B. Myös osinko voidaan suhteuttaa osakkeen arvoon, jolloin oman pääoman arvo toimii tilinpäätösperustana. Jakamalla osinko oman pääoman arvolla saadaan Div/P. (Katramo ym., 2013, s. 105 – 106.)

Yleisimmin arvonmäärityksessä käytetyt tunnusluvut ovat tuottoihin perustuvia tunnuslukuja, ja näistä käytetyin on P/E-luku, joka kuvaa yrityksen omistajien osuutta sen omasta pääomasta suhteutettuna nettotulokseen. Nettotulos kuvaa yrityksen omistajille kuuluvaa osuutta tuloksesta, josta on vähennetty velkojen ja rahoittajien osuus sekä jako-osuudet. P/E-luku esitetään usein myös muodossa per osake, jolloin luvun komponentit jaetaan osakkeiden määrällä. (Katramo ym., 2013, s. 109; Damodaran, 2012, s. 468.)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{oman pääoman arvo}}{\text{nettotulos}} \quad (3)$$

Liun, Nissimin ja Thomasin (2002) mukaan P/E-luvulla on paras tarkkuus suhteellisen arvonmäärityksen kerroinmenetelmistä. Chengin ja McNamaran (2000) mukaan tuottoihin perustuva suhteellinen arvonmääritys, esimerkiksi P/E-menetelmä on tehokkaampi kuin kirjanpitoarvoon perustuvat arvonmääritykset. Heidän mukaansa tuotto onkin tärkein yksittäinen tekijä arvonmäärityksessä. (Cheng ja McNamara, 2000.)

Cheng ja McNamara (2000) tutkivat vertailuun perustuvien arvonmääritysmenetelmien tarkkuutta. Heidän tutkimiaan menetelmiä olivat P/E-

menetelmä, P/B-menetelmä sekä näiden yhdistelmä P/E-P/B-menetelmä. Näiden vertailumenetelmien tehokkuus perustuu pitkälti vertailuyritysten määrittelyyn. Chengin ja McNamaran (2000) mukaan P/E-menetelmä ja tuottoihin perustuvat tunnusluvut ovat eräitä suosituimpia arvonmäärittämenetelmiä. Tämä perustuu yrityksen riskin ja kasvun tarkasteluun, sillä P/E-luvun avulla yrityksen arvoa voidaan tarkastella vertaamalla sitä vastaavan riskin ja kasvun omaamiin yrityksiin. Myös kirjanpitoarvoon perustuvat tunnusluvut, kuten P/B-luku ovat yleisiä, ja myös P/B-luku liittyy yritykseen tuottavuuteen, riskiin ja kasvuun. Chengin ja McNamaran (2000) mukaan sekä tuotot että kirjanpitoarvo ovat tärkeitä elementtejä arvonmäärittäksessä, mutta arvonmäärittämenetelmä joka huomio molemmat, on tehokkaampi kuin pelkkä yksittäiseen tunnuslukuun perustuva menetelmä. P/E-P/B-menetelmä ottaa huomioon sekä kirjanpitoarvon että tuotot, ja se onkin tehokkain suhteellisen arvonmäärittäksen menetelmä. (Cheng & McNamara, 2000.) Lien ja Lien (2002) mukaan ei ole yleistä konsensusta mikä suhteellisen arvonmäärittäksen menetelmä olisi paras, vaan menetelmän tarkkuus, vääristymisalttius ja yleinen suorituskky riippuu pitkälti kohdeyrityksen ominaisuuksista kuten koosta, kannattavuudesta sekä aineettoman arvon suuruudesta.

Damodaranin (2012, s. 453 – 454) mukaan monet yrityskauppojen arvonmäärittäykset perustuvat suhteellisen arvonmäärittäksen avulla tehtävään vertailuun. Arvostuskertoimien käytön yleisyyttä selittää useampi tekijä. Eräs merkittävä syy liittyy menetelmien yksinkertaisuuteen, sillä tunnuslukuihin perustuvan arvonmäärittäksen vaatimukset ovat huomattavan yksinkertaiset monimutkaisempiin arvonmäärittämenetelmiin verrattuna ja sen avulla saadaan myös nopeammin kuva yrityksen arvosta. Lisäksi tunnuslukuja on helpompi ymmärtää ja niiden esittäminen on yksinkertaisempaa verrattuna monimutkaisiin arvonmäärittäsmalleihin. Lisäksi suhteellinen arvonmäärittäys antaa myös kuvan markkinoiden nykytilasta. (Damodaran, 2012, S. 453 – 454.) Suhteellisen arvonmäärittäksen menetelmät ovat myös monimutkaisempia menetelmiä tehokkaampia, kun arvonmäärittäksessä käytetään lyhyttä, alle vuoden aikajännettä. (Demirakos, Strong ja Walker, 2010.)

Vaikka suhteellisen arvonmäärittäksen suosio perustuu pitkälti sen yksinkertaisuuteen, yksinkertaisuudesta johtuen sillä on myös monia heikkouksia. Yksinkertainen tunnuslukujen käyttö arvonmäärittäksessä voi helposti tuottaa virheellisiä estimaatteja

yrittäjien arvosta. Se ei myöskään huomioi joitain arvonmäärittämisprosessin kannalta tärkeitä parametreja, kuten kasvua, riskejä tai tulevaisuuden kassavirtapotentiaalia. Lisäksi jotkin yleisesti arvonmäärittämisessä käytetyt tunnusluvut, esimerkiksi P/E-luku, ei huomioi lainkaan yrityksen velkaisuusastetta. Lisäksi arvostuskertoimien käyttöön valitut oletukset ja niihin liittyvä harkinta mahdollistavat lukujen manipuloinnin ja näin ollen suhteellinen arvonmäärittäminen voi antaa todella vääristyneen kuvan yrityksen arvosta. Tunnuslukuja käyttäessä tulee myös ottaa huomioon, että vertailu on toimivaa ainoastaan hyvin samankaltaisten yritysten kesken. Myös saman toimialan yrityksissä voi olla merkittäviä eroja eivätkä ne välttämättä sovellu tunnuslukuihin perustuvan arvonmäärittämisprosessin kohteeksi. (Damodaran, 2012, s. 454; Katramo ym., 2013, s. 110.) Suhteellista arvonmäärittäystä käytetään käytännön tasolla huomattavan paljon, huolimatta sen yksinkertaisuudesta ja huonommasta tarkkuudesta verrattuna monimutkaisempiin menetelmiin. Kollerin, Goehartin ja Wesselsin (2015, s. 351) mukaan suhteellisella arvonmäärittämisellä voidaan myös tukea edistyneempiä nykyarvomenetelmiä, mutta käytännössä yksinkertaiset vertailumenetelmät tuottavat helposti virheellisiä arvoja. Suhteellista arvonmäärittäystä, etenkin PE-lukua käytetään huomattavasti enemmän, kun monimutkaisempia menetelmiä. Tämä johtuu siitä, että monimutkaisten menetelmien soveltaminen ja diskonttokoron määrittäminen epävarmassa liiketoimintaympäristössä on hyvin haastavaa. (Demirakos, Strong ja Walker, 2010.)

Suhteellisen arvonmäärittämisprosessin käyttö yksityis- ja pienyritysten kohdalla on haastavampaa kuin pörssiyritysten kohdalla, sillä suoria markkinahintoja ei ole saatavilla. Koeplinin, Sarinin ja Shapiron (2005) mukaan yksityisyrittäjien arvo voidaan kuitenkin määrittää vertailemalla sitä julkisiin yrityksiin, jotka ovat hyvin samankaltaisia tämän yksityisyrittäjien kanssa, käyttäen erilaisia suhteellisen arvonmäärittämisprosessin kertoimia. Yksityisyrittäjät yleensä arvostetaan matalammalle kuin vastaavat julkiset yritykset, johtuen niiden osakkeiden huonommasta likviditeetiarvosta, jonka johdosta yritykselle määritetään hinnan alennus. Yksityisyrittäjien arvonmäärittäminen tällä tavalla on kuitenkin hankalaa, sillä yksityisyrittäjien liittyvät ominaisuudet, joiden johdosta ne eroavat julkisista vastaavista yrityksistä. (Koeplin, Sarin & Shapiro, 2005.) Beatty, Riffen ja Thompsonin (1999) mukaan vastaavanlaisen julkisen yrityksen arvon tulisi teoriassa olla samalla tasolla kuin samanlaisen yksityisyrittäjien. Näin ollen suhteellista



arvonmäärittäystä käyttäen arvonmäärittäjä voi olettaa yrityksen arvon olevan suhteessa esimerkiksi tuottoihin. Jos vertailukohteena olevan julkisten yritysten P/E -luku on keskimäärin 10, ja kohdeyrityksen tuotto per osake on 2 euroa, arvonmäärittäjäksen tulos voi olla 20 euroa per osake. Yksityisyriyten osakkeiden huonon likviditeetin vuoksi tästä tehdään yleensä vielä hinnanalennus. Tämän tyyppinen arvonmäärittäys on hyvin yleistä arvonmäärittäjien keskuudessa. Yksityisyriyten kohdalla suhteellisen arvonmäärittäjäksen haasteena on myös kohdeyritysten valinta. (Beatty, Riffe & Thompson, 1999.) Chengin ja McNamaran (2000) mukaan yksityisyriyten arvonmäärittäjäseen soveltuu P/E-P/B-menetelmä, sillä sen avulla voidaan hyödyntää tuottojen lisäksi julkisten yritysten tilinpäätöstietoja vertailussa.

Nykyaikaisessa arvonmäärittäjässä käytetään yhä enemmän arvonmäärittäjäsmalleja, jotka ottavat huomioon tulevaisuuden tuottopotentiaalin ja menneen taloudellisen kehityksen, ja näin ollen antavat kokonaisvaltaisemman kuvan yrityksen oikeasta arvosta kuin yksittäisten tunnuslukujen tai kertoimien käyttö. Suhteellinen arvonmäärittäys onkin parhaimmillaan täydentämään tällaisia malleja enemmän kuin määrittämään yksinään yrityksen arvoa. Suhteellisen arvonmäärittäjäksen luotettavuutta pyritäänkin usein parantamaan useiden tunnuslukujen yhdistelmillä tai historiallisilla keskiarvoilla. (Katramo ym., 2013, s. 103.) Tunnuslukujen käyttö on silti todella yleistä arvonmäärittäjässä, sillä niiden avulla yrityksen tai varallisuuserän arvosta voidaan saada yleiskuva hyvin nopeasti. Lisäksi tunnuslukuihin perustuva arvonmäärittäys on todella hyödyllinen menetelmä, mikäli markkinoilla on runsaasti vertailukelpoisia yrityksiä, joiden markkinahinnat ovat melko luotettavalla tasolla. Vastaavasti taas tilanteissa, kun vastaavien verrokkiryriyten hintoja on huonosti saatavilla, tunnuslukujen käyttö on todella vaikeaa. Tunnusluvut ja kertoimet ovat myös todella alttiita vääristelylle ja virheille. (Damodaran, 2012, s. 21.)

### 3.2.3 Nykyarvoon perustuvat tuottoarvomenetelmät

Seppäsen (2017, s. 183) mukaan yrityksen tuottoihin perustuva arvonmäärittäys pohjautuu yrityksen kykyyn tuottaa taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Arvonmäärittäjäshetkelle määrittettävä yrityksen arvo saadaan muuttamalla tulevaisuuden tuotot niiden nykyarvoksi diskonttaamalla ne omistajien tuottovaatimuksella. Diskonttauksella pyritään huomioimaan rahan aika-arvo ja näin

ollen muuntamaan eri ajanjaksoina odotettavissa olevien tuottojen arvot samaan ajankohtaan. Tuottoarvomenetelmissä merkittäviä komponentteja ovat tulevaisuuden ja tuottojen ennustaminen sekä diskonttauskorko ja tuotto-odotukset. Tuottoarvomenetelmissä käytettävät tulevaisuuden tuotot voivat olla esimerkiksi erilaisia kassavirtoja, kuten vapaita kassavirtoja, joukkovelkakirjojen korkoja, tai osakkeiden osinkoja. (Damodaran, 2012, s. 11; Seppänen 2017 s. 183 – 184.)

Diskonttaamisella pyritään ottamaan huomioon rahavirtojen aika-arvo, eli arvostamaan kaikki tulevaisuuden rahavirrat samaan arvonmäärityshetkeen. Diskonttauksessa korkona käytetään usein tuottovaatimusta eli pääoman kustannusta. Suuremman riskin sisältävien tuottojen diskonttauksessa käytetään suurempaa diskonttauskorkoa, ja näin ollen riskisemmän kassavirran nykyarvo on alhaisempi kuin varmemman, matalariskisemmän kassavirran. Yleinen arvonmäärityksessä käytettävä diskonttokorko on yrityksen pääoman keskimääräinen kustannus eli WACC (Weighed Average Cost of Capital). Yleisesti ottaen oman pääoman tuottovaatimusta on huomattavasti vaikeampi määrittää kuin vieraan pääoman. Vieraan pääoman, esimerkiksi joukkovelkakirjan diskonttokorko on helppo määrittää lainanantajan tuottovaatimuksesta, mutta omaan pääomaan liittyy huomattavasti enemmän epävarmuutta, jonka johdosta sille sopivan diskonttokoron määrittäminen on haastavaa. Tuottojen epävarmuudesta ja määräämättömästä sijoitusajasta johtuen oman pääoman diskonttokorko on yleensä korkeampi kuin vastaavan vieraan pääoman tuottovaatimus. (Katramo ym., 2013, s. 127 – 128.)

Rahoituksen ja arvonmäärityksen kirjallisuudessa on esitetty erilaisia tuottojen nykyarvoon perustuvia menetelmiä. Näitä ovat esimerkiksi vapaan kassavirran malli, osinkotuottomalli, sekä Gordonin kasvumalli. Tässä tutkielmassa tutkitaan pienyrityksen arvonmääritystä, joten osinkoperusteiset menetelmät jätetään tutkielmassa vähemmälle huomiolle sillä ne eivät ole yleisiä pienyritysten arvonmäärityksessä, ja ne ovat enemmänkin oman pääoman arvonmäärityksen työkaluja. Petersenin, Plenborgin ja Scholerin (2016) sekä Jennegrenin (2008) mukaan kassavirtojen nykyarvoon perustuva malli on yleisimmin käytetty nykyarvomalli. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä osaa kassavirrasta, joka jää yhtiön omistajille operatiivisten kulujen, pääomakustannusten sekä uudelleen investointien jälkeen. Vapaa kassavirta voidaan laskea usealla eri tavalla, esimerkiksi

Seppänen (2017 s. 207) mainitsee yhdeksi laskentatavaksi seuraavan:

Liikevaihto

-Operatiiviset kulut

---

= EBIT

-EBIT:stä laskettavat verot

= NOPAT

+ poistot ja muut ei-kassavirralliset tulot ja menot

-/+ käyttöpääoman muutos

= Operatiivinen eli liiketoiminnan kassavirta

-/+ KOM investoinnit

= Vapaa kassavirta liiketoiminnasta (FCF)

Vapaan kassavirran nykyarvomallilla voidaan määrittää joko oman pääoman, tai koko kohdeyrityksen arvo. Oman pääoman arvo voidaan määrittää diskonttaamalla oman pääoman tuottovaatimuksella nykyarvoon omistajille kuuluva, odotettava vapaa kassavirta. Vastaavasti koko yrityksen arvo voidaan määrittää diskonttaamalla WACC:illa kaikki yrityksen odotettavissa olevat vapaat kassavirrat. (Katramo ym., 2013, s. 130.) Kaava 4 kuvaa liiketoiminnan arvon määrittämistä vapaan kassavirran mallilla. Mallissa tulevaisuuden ennustetut kassavirrat sekä arvioitu yrityksen jäännösarvo diskontataan käyttäen estimoitua pääoman kustannusta eli diskonttokorkoa.

$$EV_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^T} \quad (4)$$

Katramon ym. (2013, s. 129) mukaan kassavirtalaskelmiin perustuvat arvonmäärittystavat ovat luotettavia perustuen ajatteluun, etteivät kirjanpidon harkinnanvaraiset toimet, kuten tulossuunnittelu ja tilinpäätöksen joustomahdollisuudet, vaikuta kassavirtojen määrään. Kassavirtaperusteinen arvonmäärittäminen on myös enemmän orientoitunut pitkän tähtäimen arvon kehitykseen, sillä se voi auttaa myös kasvun taustan sekä tulevaisuuden kehityksen arvioinnissa. (Katramo ym., 2013, s. 129.) Kaplanin ja Rubackin (1995) mukaan diskontattuihin kassavirtoihin perustuva arvonmäärittäminen antaa luotettavan kuvan arvonmäärittämisestä.

kohteen markkinahinnasta. Kassavirtaperusteiset menetelmät ovat yleisesti luotettavampia kuin vertailuun perustuvat arvonmäärittämenetelmät (Kaplan ja Ruback, 1995.) Myös Koller ym. (2015, s. 371) pitävät nykyarvoihin perustuvia arvonmäärittäksiä parempina verrattuna yksinkertaisempaan suhteelliseen arvonmäärittäykseen.

Demirakoksen, Strongin ja Walkerin (2010) mukaan kassavirtojen nykyarvomenetelmää käytetään yleisesti haastavissa arvonmäärittästilanteissa. Nykyarvoihin perustuvat menetelmät soveltuvat myös hyvin pienyritysten arvonmäärittäykseen, korkean riskin omaaville yrityksille sekä sellaisille yritykselle, jolle ei löydy vertailukelpoisia yrityksiä markkinoilta. (Demirakos, Strong ja Walker, 2010.) Myös Vidal-Garcian ja Ribalin (2019) mukaan kassavirtojen nykyarvoon pohjautuvaa arvonmäärittäystä käytetään laajalti pienyritysten analysoinnissa ja arvonmäärittäyksessä. Demirakoksen, Strongin ja Walkerin (2010) mukaan nykyarvomallit ovat pienyritysten kohdalla yleisempiä kuin suhteellinen arvonmäärittäys.

Vapaisiin kassavirtoihin perustuvia menetelmiä pidetään yleisesti ottaen melko luotettavana arvonmäärittämenetelmänä, mutta malliin liittyy paljon harkinnanvaraisuutta, arviointia sekä ennusteita, joten se voi olla myös herkkä virheille. Seppäsen (2017, s. 201) mukaan vapaan kassavirran mallin käytössä kriittisiä ja tärkeitä vaiheita ovat vapaiden kassavirtojen ennustaminen, diskonttokoron valinta, jäännösarvon määrittäminen sekä erilaisten skenaarioiden sekä sensitiivisyyden analysointi. Lien ja Lien (2002) mukaan arvonmäärittäksen teorian fokus on kassavirtojen nykyarvomenetelmissä, mutta sen käyttö on käytännön tilanteessa haastavaa siihen liittyvien vahvojen olettamien, kuten diskonttokoron, jäännösarvon ja odotettavissa olevien tuottojen takia. Todellisuudessa näitä on vaikea määrittää ja käytännön tasolla suhteellista arvonmäärittäystä käytetään enemmän. (Lie & Lie, 2002.)

### 3.2.4 Peukalosäännöt

Peukalosäännöillä tarkoitetaan arvonmäärittämenetelmiä, jotka perustuvat kokemuksiin markkinoista ja tiettyjen toimialojen arvotasoista. Ne ovat yksinkertaisia ja nopeita menetelmiä, joilla saadaan nopeasti alustava kuva kohdeyrityksen arvosta.

Pienyritysten arvonmäärittämisessä arvonmäärittäjät käyttävät melko yleisesti erilaisia peukalosääntöjä jopa ensisijaisena arvonmäärittämissä menetelmänä. Peukalosäännöt ovat hyvin yksinkertaisia menetelmiä, ja juuri tästä syystä hyvin suosittuja, sillä niitä käytettäessä ei tarvitse ymmärtää monimutkaisia arvonmäärittämissä ja arvoajureihin liittyviä seikkoja. Peukalosääntöjä käytettäessä yleensä oletuksena on, ettei esimerkiksi toimialan sisällä ole huomattavia yritysakohtaisia arvoeroja, ja näin ollen toimialan sisällä arvot voidaan määrittää melko suoraviivaisesti. Nämä menetelmät ovat melko tehokkaita ja edullisia, etenkin jos kohdeyritys on pieni ja melko vähäarvoinen. Peukalosääntöjen käyttö perustuu myös siihen, että yrityskaupan osapuolet ovat tottuneet toimialakohtaisesti määrittämään yritysten arvot tietyillä tavoilla. (Seppänen, 2017, s. 74.)

Yleisiä arvonmäärittämissä käytettäviä peukalosääntöjä ovat muun muassa ajattelu, että kohdeyritys on edullinen, mikäli jokin tietty tunnusluku on tietyllä tasolla. Peukalosääntöjä yrityksen edullisuudesta ovat muun muassa se, että P/E-luku on alle 10 tai että P/B-luku on alle 1. Eräs yleinen peukalosääntö on se, että kohdeyrityksen arvo on 5 kertaa EBIT. Vaikka tämänkaltaiset yksinkertaiset tulkinnat voivatkin antaa oikean kuvan kohdeyrityksen arvosta, näin yksinkertaiset arvostusmenetelmät ovat kuitenkin todella alttiita virheille, etenkin jos tulkitaan vain yhden vuoden tunnuslukua. (Katramo ym., 2013, s. 102.)

Dukesin (2001) mukaan peukalosääntömenetelmät ovat kehittyneet lukemattomien pienyritysten yrityskauppojen myötä. Menetelmien synnyn taustalla on yksinkertaisuuden lisäksi syynä se, että pienyritysten tilinpäätöstiedot ovat usein vajavaisia ja hankalasti saatavilla. Pääosin tällaisten peukalosääntöjen tarkoitus on olla muita arvonmäärittämissä malleja tukevia menetelmiä, eikä niillä ole tarkoitus korvata laajempia arvonmäärittämissä. Koska peukalosäännöt ovat todella yksinkertaisia malleja arvonmäärittämissä, ei niitä tulisi koskaan käyttää ainoana työkaluna arvonmäärittämissä. (Dukes, 2001.)

### **3.3 Pienyrityksen arvonmäärittämissä erityispiirteet ja menetelmät**

Edellä tarkasteltiin arvonmäärittämissä teoriaa yleisellä tasolla. Seuraavaksi tarkastellaan pienyritysten arvonmäärittämissä liittyviä erityispiirteitä, soveltuvia

menetelmiä ja tutkimuksen yhteyttä aiempaan kirjallisuuteen. Petersenin, Plenborgin ja Scholerin (2006) mukaan arvonmäärittelyyn liittyvä tutkimus on keskittynyt pitkälti pörssiyrityksiin ja pienten yksityisyriyten arvonmäärittelyä on tutkittu suppeammin.

Pricerin ja Johnssonin (1997) mukaan pienyritysten arvonmäärittelylle on useita motiiveja. Ostajan näkökulmasta pienyritykset tarvitsevat luotettavaa tietoa pyydetyn myyntihinnan oikeellisuudesta ja siitä, minkä suuruinen tarjous kohdeyrityksestä kannattaa jättää. Myyjän näkökulmasta taas on tärkeää määrittää pyydetty myyntihinta ja arvioida saatuja tarjouksia. Omistajat ja sijoittajat saattavat hakea arvonmäärittelyn kautta tietoa siitä, minkä arvoinen tietty osuus yrityksen pääomasta olisi. Lainanantajat voivat hakea arvonmäärittelyn kautta tietoa pienyrityksen rahoittamiseen liittyvistä luottoriskeistä. Edellä mainituista syistä sekä monista muista motiiveista johtuen on tärkeä tunnistaa luotettavimmat työkalut ja menetelmät pienyrityksen arvon määrittämiseksi. (Pricer & Johnsson, 1997.) Dukesin (2001) mukaan tarve pien- ja yksityisyriyten arvonmäärittelylle on jatkuvasti kasvava. Pienyrityksen arvonmäärittelytarpeiden taustalla olevia syitä ovat muun muassa koko yrityksen tai vähemmistöosuuden myynti, listautuminen, erilaiset verotussyyt sekä työntekijäomistajuusjärjestelmän perustaminen (Dukes, 2001).

Pienyrityksen arvonmäärittelyyn liittyy monia erityispiirteitä. Näistä piirteistä johtuen pienyrityksen arvonmäärittely eroaa prosessina esimerkiksi suuremman yrityksen tai pörssiyrityksen arvonmäärittelystä. Pienyrityksen arvonmäärittelyyn vaikuttavia tekijöitä ovat yrityksen omistajan merkittävä rooli yrityksessä, vertailuun soveltuvien markkinahintojen puuttuminen, tilinpäätöstietojen laatu ja saatavuus sekä tulevaisuuden ennustamiseen liittyvät haasteet.

Brösel, Mayschke ja Olbrich (2012) mukaan pienyrityksen arvonmäärittely eroaa suurista yrityksistä, sillä markkinat, joissa pienyritykset toimivat, ovat todella epätäydellisiä ja jokainen pienyritys on ainutlaatuinen. Lisäksi pienyrityksien kohdalla tulevaisuuden tuottojen arvioiminen on todella haastavaa. Näiden erityispiirteiden johdosta tulevaisuuden tuottoihin perustuvien menetelmien, kuten DCF-mallin tai tuottokertoimien käyttö voi olla hankalaa. (Brösel ym., 2012.) Myös Devaneyn

(2003) mukaan pienyritysten arvonmäärityksen haasteena on markkinoiden epätäydellisyys ja informaation puute.

Petersenin, Plenborgin ja Scholerin (2006) mukaan pienyritysten arvonmäärityksessä nousee esille erityispiirteistä johtuvia ongelmia. Pienyritysten kohdalla pörssidataa ei ole saatavilla, joten pääomakustannusten arviointi on vaikeaa. Yksityisyriyten tilinpäätöksille on löyhemmät vaatimukset, joten myös pienyritysten tilinpäätökset ovat vähemmän informatiivisia. Tästä johtuen pienyritysten analysointi on haastavaa. Myös tulevaisuuden tuottojen arviointi näiden pohjalta on vaikeaa. Pienyritysten arvonmääritykselle asettaa haasteita myös markkinahintojen puuttuminen. Näiden erityispiirteiden johdosta tiettyjen arvonmääritysmenetelmien käyttäminen on hankalaa, esimerkiksi vapaan kassavirran menetelmälle on haastavaa arvioida jäännösarvo tai kassavirtojen määrä. (Petersen ym., 2006.)

Devaney (2003) mukaan pienyritysten kaupoissa ja arvonmäärityksessä tyypillistä on informaation epäsymmetrisyys, sillä myyjällä on yrityksestä enemmän tietoa kuin ostajalla. Pienyrityskaupoissa voi myös olla merkittäviä eroja osapuolten välisessä liike-elämän tietotaidossa. Nämä seikat voivat vääristää yrityksen arvoa ja hintaa. Devaney mainitsee myös, että pienyrityskaupoille tyypillistä on myyjän merkittävä rooli. Yrittäjä on monesti kiintynyt yritykseensä, sillä hän on käyttänyt paljon aikaa ja muita resursseja liiketoiminnan luomiseen ja pyörittämiseen. Yrityksen myyminen voikin olla yrittäjälle henkisesti vaikeaa. (Devaney, 2003.) Myös Petersenin ym. (2006) mukaan omistajan rooli pienyrityksessä voi aiheuttaa haasteita arvonmääritykselle. Omistajan yksityiset ja yrityksen kulut voivat sekoittua ja omistajan palkka voi olla virheellisellä tasolla, eikä se näin ollen heijasta markkinahintaa. Nämä tulee yleensä oikaista arvonmääritystä varten. (Petersen ym., 2006.)

Devaney (2003) mukaan teoriassa minkä tahansa varallisuuserän arvo on käytännössä tulevaisuuden tuottojen nykyarvo mukautettuna riskillä. Kuitenkin varallisuuserien ominaispiirteistä johtuen niissä on huomattavia eroja, ja arvoon vaikuttavat muun muassa koko, riski ja likviditeetti. Yrityksen koko onkin yksi erityispiirre, joka vaikuttaa muun muassa arvonmääritysmenetelmän soveltuvuuteen ja valintaan. Näin ollen pienyrityksen arvonmääritys eroaa muiden, erilaisten omaisuuserien ja niiden

muodostamien kokonaisuuksien arvon määrittämisestä. Myös Dukesin (2001) mukaan yksittäisen varallisuuserän arvon määrittäminen voi olla suhteellisen yksinkertaista etenkin silloin, kun tämä omaisuuserä myydään tai likvidoidaan yksittäisenä eränä. Kun erilaisista omaisuuseristä koostuva yritys myydään kokonaisena, hinnan arviointi on huomattavasti haastavampaa, sillä pien- ja yksityisyrittäyksille ei ole välttämättä vertailukelpoisia markkinahintoja tarjolla. (Dukes, 2001; Devaneuy, 2003.)

Eräs pienyritysten arvonmäärityksen haaste onkin yritysten vertailukelvottomuus. Devaneuy (2003) mukaan pienyrityksen arvonmäärityksessä on erittäin tärkeää, että tilinpäätökset oikaistaan arvonmäärittämisen kannalta oikeelliseen muotoon. Oikaisutarpeen laajuus on täysin tapauskohtaista. Pienyritysten vertailukelpoisuudessa ja markkinoiden esimerkkihinnoissa voi olla huomattavia eroja toimialojen välillä tai jopa niiden sisällä. Tämän takia pienyrityksen arvonmäärittäjän tulee tuntee kohdeyritys, sen toimiala ja markkinatilanne hyvin. (Devaneuy, 2003.)

Aiemmassa kirjallisuudessa on tutkittu jonkin verran sitä, mitkä arvonmääritysmenetelmät soveltuvat parhaiten nimenomaan pienyritysten arvostamiseen. Aiempien tutkimusten mukaan pienyrityksen arvo voidaan määrittää monilla erilaisilla menetelmillä. Pricerin, Vosin ja Dixonin (1987) mukaan pienyritysten arvon määrittämiseen voidaan soveltaa muun muassa seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: kirjanpitoarvo, mukautettu kirjanpitoarvo, likvidointiarvo, jälleenhankintahinta, tuottojen markkina-arvo, pitoajan arvostus sekä nykyarvoon diskontatut odotettavissa olevat tuotot. Dukes (2001) mainitsee suosituiksi pienyritysten arvostusmenetelmiksi kirjanpitoarvon, markkinoilla olevien vertailukelpoisten yritysten arvon sekä ylijäämätuotot.

Devaneuy (2003) mukaan pienyrityksen arvonmäärityksessä voidaan käyttää tuottoarvoon perustuvia arvonmäärityksiä, kuten diskontattuja tulevaisuuden tuottoja ja tuottokertoimia, tai varoihin ja varallisuuteen perustuvia arvonmäärityksiä, kuten kirjanpitoarvoa. Osa menetelmistä painottaa enemmän historiallista kehitystä, kun taas toiset keskittyvät enemmän tulevaisuuden tuottoihin. Riippuen kohdeyrityksestä, eri menetelmien tuottamat arvot voivat vaihdella suuresti. Varallisuusarvostukseen perustuvat menetelmät sopivat paremmin sellaisten pienyritysten arvonmääritykseen, jotka toimivat pääomaintensiivisellä alalla. Tuottoihin perustuvat menetelmät taas



tuottavat korkeamman arvon yritykselle, jonka tuottopotentiaali on suuri. Devaneuyn (2003) mukaan pienyrityksen arvonmäärittämisessä käytetään myös tuottokertoimia arvonmäärittämismenetelmänä. Näissä menetelmissä arvo saadaan kertomalla tietty tuottoerä valitulla kertoimella. Tuottokertoimilla pienyritykselle voidaan hyvin helposti ja nopeasti määrittää karkea arvo. Tuottokertoimien etuna on myös se, että yrityksen tulosta voidaan manipuloida tulossuunnittelun keinoilla, mutta tuottojen vääristely on vaikeampaa. Toisaalta taas korkeat tuotot eivät takaa, että yritys on kannattava, ja tuottojen ja tuloksen välillä voi tapahtua paljon esimerkiksi korkean kulurakenteen vuoksi. Tuottokertoimia käytetään usein muiden menetelmien kanssa luotettavan tuloksen saamiseksi. Tuottokertoimet soveltuvat parhaiten pienyrityksiin, jotka toimivat homogeenisillä aloilla. (Devaneuy, 2003.)

Yrityksen substanssiarvo on mainittu useissa lähteessä suositukseksi arvostuskeinoksi yksityis- ja pienyritysten arvonmäärittämisessä. Pienyrityksen substanssiarvo saadaan yksinkertaisimmin vähentämällä sen varoista velat (Pricer & Johnson, 1997). Pricer ym. (1987) kuvaavat substanssiarvon eduksi pienyrityksen arvon mittarina sitä, että arvonmäärittämiseen tarvittavat luvut ovat heti saatavilla ja että yrityksen varallisuus kuvastaa hyvin tulevaisuuden tuottojen luomiseksi tarvittavaa liikearvoa. Sen heikkoudeksi taas voidaan katsoa se, ettei se ota huomioon kaikkea tuottopotentiaalia eikä yritysten välisiä kirjanpidollisia eroja, jotka voivat vaikuttaa merkittävästi kirjanpitoarvoon (Pricer ym., 1987). Dukesin (1996) mukaan kirjanpitoarvo on suhteellisen suosittu arvostuskeino pienyritysten keskuudessa, mutta ilman huomattavia sovelluksia se ei saa suurta tukea tutkijoilta eikä monilta arvonmäärittämisestä toteuttajilta.

Toinen suosittu tapa määrittää pienyrityksen arvo on käyttää markkinahintoja vertailukohteena. Tällä tarkoitetaan sitä, että vertailuarvona käytetään toisen sellaisen yrityksen arvoa, joka on hyvin samankaltainen arvostettavan yrityksen kanssa ja jonka arvopaperit ovat aktiivisen kaupankäynnin kohteena. Jos markkinoilta löydetään vertailukelpoinen yritys, siltä saatuja lukuja voidaan käyttää kohdeyrityksen arvon määrittämisessä. Tällaisia lukuja ovat esimerkiksi beta-kertoimet, riskiluvut, taloudelliset tunnusluvut sekä kasvuasteet. Markkinahintojen käyttö arvonmäärittämisessä vaatii kuitenkin huomattavaa varovaisuutta ja sisältää suuria virheriskejä. Samoja ominaisuuksia omaava yritys ei välttämättä omaa vastaavia

tunnuslukuja, joten ilman erityistä huolellisuutta vertailulukujen ja -yritysten valinnassa, arvonmäärittäminen tulokset voivat vääristyä huomattavasti. (Dukes, 2001.)

Burnsin ja Walkerin (1991) mukaan pienyrityksen arvonmäärittämisessä käytetään menetelmiä laidasta laitaan. Yksinkertaisimmat menetelmät voivat olla yksinkertaisia peukalosääntöjä sekä tuottokertoimien käyttöä. Pienyritysten arvonmäärittämisessä käytetään myös todella edistyneitä tekniikoita, kuten kassavirtojen nykyarvomenetelmää. Näiden väliin mahtuu lukuisia muita lähestymistapoja arvon määrittämiseksi, kuten esimerkiksi erilaiset tunnuslukuihin perustuvat vertailumenetelmät sekä jälleenhankintahintoihin ja kustannusarvoon perustuvat menetelmät. DCF-mallia on suositeltu käytettäväksi etenkin sellaisten yritysten kohdalla, joilla on korkea tuottopotentiaali. Tämä johtuu siitä, että DCF-malli painottaa tulevaisuuden tuottopotentiaalin merkitystä, eikä niinkään historiallista suorituskykyä. (Burns & Walker, 1991.) Kaplanin ja Rubackin (1995) mukaan ennustettujen tulevaisuuden kassavirtojen diskonttaukseen perustuvat arvonmäärittämenetelmät tuottavat luotettavan kuvan omaisuuserän tai yrityksen markkina-arvosta. Pricerin ja Johnsonin (1997) mukaan mikään yksittäinen arvonmäärittämenetelmä ei ole dominoiva, vaikkakin menetelmien kelvollisuudessa on eroja.

Devauney (2003) huomauttaa, että pienyrityksen arvonmäärittäminen ei ole täysin eksaktia. Näin ollen luotettavan arvon saamiseksi tuleekin nojautua useampaan, eri menetelmällä laskettuun arvoon. Arvonmäärittäjä, joka ottaa huomioon saatavilla olevan datan ja arvonmäärittämenetelmien rajoitukset, pystyy luotettavammin arvioimaan pienyrityksen arvon. Pienyrityksen arvonmäärittämisessä on loppupeleissä kyse markkinadatan analysoinnista. Ihanteellisessa tilanteessa saatavilla oleva informaatio on täydellistä ja jokaisella arvonmäärittämenetelmällä saadaan sama tulos. Todellisuudessa asia ei kuitenkaan ole näin, vaan pienyrityksen arvo muodostuu luotettavan datan saatavuuden ja käytettävän menetelmän soveltuvuuden summana. Vaikka nykyään kirjallisuudessa, koulutuksessa ja jopa arvonmäärittäjien keskuudessa tulevaisuuden tuottojen nykyarvoon perustuvaa arvonmäärittäystä pidetään luotettavimpana menetelmänä, Devaneuyn (2003) mielestä menetelmän ylivoimaisuudella ei voi kompensoida informaation puutteellisuutta. Arvonmäärittämisessä onkin merkittävää arvonmäärittäjän rooli informaation laadun ja

menetelmän soveltuvuuden arvioinnissa. (Devayuneu, 2003.) Nämä seikat korostuvat etenkin pienyrityskentässä, pienyritysten erityispiirteiden, kuten datan rajallisuuden vuoksi.

Pienyritysten arvonmäärittäystä käsittelevästä aiemmasta tutkimuksesta ja kirjallisuudesta kävi ilmi, että pienyrityksen arvonmäärittäykseen vaikuttaa merkittävästi pienyritysten kokoluokasta johtuvat erityispiirteet. Näistä merkittävimminä nousivat esille yrityksestä saatavilla olevan datan ja tilinpäätöstietojen rajallisuus. Myös yrityksen omistajan merkittävä rooli yrityksessä korostuu pienemmissä yrityksissä. Markkinahintoja pienyrityksille on huonosti, tai ei ollenkaan saatavilla, ja myös tämä asettaa haasteita arvonmäärittäykselle. Pienyritykset ovatkin usein huonosti vertailukelpoisia ja niiden arvonmäärittäys vaatii tilinpäätösten oikaisuja. Pienyritysten kohdalla myös tulevaisuuden tuottojen arvioiminen voi olla epävarmaa ja haastavaa. Näistä ominaisuuksista johtuen pienyrityksen arvonmäärittäyksen syöttötiedot ovat usein hyvin rajallisia ja nämä ominaisuudet myös rajoittavat tiettyjen arvonmäärittäysmenetelmien käyttöä. Arvonmäärittäjän tehtäväksi jääkin syöttötietojen laadun ja menetelmän soveltuvuuden arviointi.

Aiemmasta kirjallisuudesta nousi esiin, että pienyrityksen arvonmäärittäyksessä käytetään hyvin laajasti erilaisia menetelmiä. Suosiota saivat paljon erilaiset yksinkertaiset kirjanpitoarvoon tai yrityksen varallisuuden arvoon perustuvat menetelmät, kuten yrityksen substanssiarvo. Lisäksi tuottoarvoihin perustuvat menetelmät, kuten kassavirtojen nykyarvomenetelmä sekä erilaiset tuottokertoimet soveltuvat pienyritysten arvonmäärittäykseen. Myös markkinahintojen ja tunnuslukujen vertailuun perustuvia arvonmäärittäystapoja voidaan käyttää pienyritysten arvonmäärittäyksessä. Myös erilaisia yksinkertaisia peukalosääntömenetelmiä käytetään.

Vaikka pienyritysten arvonmäärittäyksessä voidaan käyttää lukuisia eri menetelmiä, kohdeyritysten luonteesta johtuen monimutkaisten menetelmien käyttö voi olla haastavaa. Esimerkiksi tuottojen ennustamiseen liittyvä epävarmuus vaikeuttaa muun muassa tuottoarvomenetelmien käyttöä, jotka vaativat syöttötietoina esimerkiksi viiden seuraavan vuoden kassavirran. Markkinahintojen puutteet ja huono vertailukelpoisuus taas hankaloittavat suhteellisen arvonmäärittäyksen menetelmien

käyttöä. Kirjallisuudessa nousikin esille lukuisia yksikertaisimpia menetelmiä, jotka ovat suosittuja pienyrityksen arvonmäärittämisessä, kuten substanssiarvon sekä tuottokertoimet. Arvonmäärittämenetelmän soveltuminen kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen on kuitenkin tapauskohtaista.

## 4 TUTKIMUSAINEISTOT JA MENETELMÄT

Tutkimusaineisto kerätään haastattelemalla muutamaa yrityskauppa-asiantuntijaa puolistrukturoidulla teemahaastattelulla. Haastatteluilla pyritään keräämään aineisto, josta käy ilmi asiantuntijoiden mielipiteiden kautta, mitkä syyt ovat olleet yritysostojen taustalla, mistä pienyritysten arvo muodostuu ja mitä erityispiirteitä arvonmäärittämiseen liittyy. Lisäksi pyritään selvittämään, millaisia menetelmiä pienyritysten arvonmäärittämisessä käytetään ja miksi. Saatuja vastauksia verrataan aiemmassa kirjallisuudessa löydettyihin tutkimustuloksiin.

### 4.1 Kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus

Tämän tutkielman tutkimusmenetelmäksi valikoitui tutkielman luonteen johdosta laadullinen tutkimus. Laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus on tieteellisen tutkimuksen menetelmätapa, jota käyttämällä pyritään kattavasti tutkimaan kohdeilmiön ominaisuuksia ja laatua. Eskolan ja Suorannan (1998, s. 12) mukaan laadulliselle tutkimuksen piirteitä ovat sen aineistolähtöisyys ja aineistonkeruumenetelmät, tutkittavien osallistuva rooli tutkimuksessa, aineiston hillitty koko ja harkinnanvarainen otanta, tutkimuksen hypoteesittomuus, tutkimuksen tyylilaji ja tutkimustulosten esitystapa.

Laadullinen aineisto on yleensä tekstimuotoista, joka voi olla tutkijan itsensä muodostamaa, kuten haastattelut, tai tutkijasta riippumatonta kerättyä valmista aineistoa. Laadullinen tutkimus on prosessiluontoisessa suhteessa tutkittavaan ilmiöön, ja sille onkin tyypillistä avoin tutkimussuunnitelma, jossa tutkimuksen vaiheiden, eli aineiston keruun, analysoinnin sekä tulosten tulkinnan rajat ovat häilyviä. Tutkimussuunnitelma ja aineisto saattaakin elää tutkimuksen aikana laadullisessa tutkimuksessa. (Eskola ja Suoranta, 1998, s. 12.) Laadulliselle tutkimukselle on myös tyypillistä tutkittavien osallistuminen tutkimukseen sekä tutkimuksen ja tutkittavien välinen vuoropuhelu.

Eskolan ja Suorannan (1998, s. 14) mukaan laadullisen tutkimuksen kohteena on yleisesti melko pieni otos, jota analysoidaan todella perusteellisesti. Näin ollen tutkimuksen tieteellisyyttä perustellaan laadulla määrän sijaan, eikä laadullinen

tutkimus näin ollen pyrikään tilastollisiin yleistyksiin. Tätä laadullisen tutkimuksen piirrettä kutsutaan harkinnanvaraiseksi otannaksi, jossa tutkija luo tutkimukselleen vahvan teoreettisen taustan, joka ohjaa osittain myös aineiston keruuta. (Eskola ja Suoranta, 1998, s. 14.) Esimerkiksi tämän tutkimuksen otokseksi on valikoitunut pieni joukko yrityskauppaasiantuntijoita, joilta kerätty aineisto on laadukasta ja relevanttia tämän tutkimuksen tavoitteiden näkökulmasta.

Eskola ja Suoranta (1998, s. 15) mainitsevat, että laadulliselle tutkimukselle on tyypillistä myös aineistolähtöisyys, jolla tarkoitetaan sitä, että tutkimuksen teoria voidaan rakentaa empiiriseen aineistoon pohjautuen. Koska laadullista aineistoa on monien tutkimuksien kohdalla niin paljon saatavilla, on tärkeää osata rajata käytetty aineisto järkevästi, jotta tutkimuksen teko pysyy loogisena. Laadullisessa tutkimuksessa tutkija voi aloittaa tutkimuksensa ja aineiston analysoinnin ilman kovin tarkkoja ennakko-odotuksia ja olettamia. Laadulliselle tutkimukselle tyypillistä onkin hypoteesittomuus. Toisin kuin kvantitatiivisessa, tilastoihin ja dataan perustuvassa tutkimuksessa, jolle tyypillistä on tutkimushypoteesien asettaminen etukäteen, kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkijalla ei yleensä ole vahvaa ennakko-odotusta tutkittavasta ilmiöstä ja mahdollisista tutkimustuloksista. Vaikka tutkijan aikaisemmat kokemukset voivat luoda etukäteismielikuvia ja ennakko-odotuksia, nämä tulee tiedostaa ja niiden ei pidä antaa rajoittaa tutkimuksen näkökulmia. Laadullisen tutkimuksen tavoitteena onkin, että tutkija oppii ja havaitsee uusia näkökulmia, eikä vain vahvista ennakko-olettamia. (Eskola ja Suoranta, 1998, s. 15.)

Laadullisen tutkimuksen valikoituminen tutkimusmenetelmäksi oli luontevaa, sillä tutkielmassa tarkastellaan pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteitä ja siihen soveltuvia menetelmiä nimenomaan Suomessa. Tämän tutkimiseksi tuntui luontevimmalta kerätä laadullista aineistoa haastattelemalla pk-yritysten yrityskauppojen ja arvonmäärityksen parissa työskenteleviä asiantuntijoita. Tutkielmassa ei niinkään ole tarkoitus hakea tilastollista yleistystä, vaan laajentaa jo olemassa olevaa tutkimusta erityispiirteistä ja menetelmistä laadullisesta näkökulmasta. Tutkittavat teemat perustuvat pitkälti mielipiteisiin ja näkemyksiin, joten laadullinen tutkimus ja analyysi sopii tähän tarkoitukseen paremmin kuin kvantitatiivinen tutkimus ja hypoteesit.

## 4.2 Teemahaastattelu aineistonkeruumenetelmänä

Koska tämän tutkielman aineistoksi halutaan kerätä asiantuntijoiden mielipiteitä ja kokemuksia tutkittavasta aiheesta, aineistonkeruumenetelmäksi valikoitui haastattelu. Tuomi ja Sarajärvi (2018, s. 63) määrittelevät haastattelun aineistonkeruun tavaksi, jolla selvitetään kysymällä tutkittavalta mitä hän ajattelee tietyistä asiasta. Haastattelu nähdään aineistonkeruutapana, jossa haastattelija henkilökohtaisesti esittää kysymykset ja keskustelee haastateltavan kanssa, sekä kirjaa vastaukset muistiin. Haastattelun on aineistonkeruumenetelmänä erittäin joustava, sillä tutkija pystyy käydä jatkuvaa keskustelua haastateltavan kanssa, ja näin ollen hän voi esimerkiksi kysyä jatkokysymyksiä ja täsmentää epäselvyyksiä. Haastattelun ideana on kerätä mahdollisimman paljon aineistoa tutkittavasta aiheesta. Siksi onkin järkevää, että haastateltava saa tutustua haastattelun aiheeseen ja kysymyksiin etukäteen, jotta he voivat valmistautua vastaamaan mahdollisimman kattavasti. Toinen haastattelun etu on se, että sillä voidaan ottaa hyvin harkinnanvarainen otos tutkimukseen valitsemalla mahdollisimman asiantuntevia henkilöitä. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018, s. 63 – 64.)

Erilaisia aineistonkeruuseen soveltuvia haastattelumuotoja ovat lomakehaastattelu, teemahaastattelu sekä syvähaastattelu. Nämä menetelmät eroavat toisistaan haastattelun strukturointiasteen mukaan. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018., s. 64) Tämän tutkielman aineistonkeruumenetelmäksi valikoitui teemahaastattelu. Teemahaastattelu on niin sanottu puolistrukturoitu haastattelu, ja sen toteutus voi vaihdella hyvinkin strukturoidusta melko avoimeen haastatteluun. Teemahaastattelussa keskustelu rakennetaan enakkoon valittujen teemojen sekä näitä tarkentavien kysymysten perusteella. Teemahaastattelu korostaa haastateltavien tulkintoja ja näkemyksiä tutkittavista asioista. Teemahaastattelussa keskeistä on myös tutkijan ja haastateltavien välinen vuorovaikutus, ja sen etuna onkin, että keskustelua voidaan syventää jo haastateltavien antamien vastauksien pohjalta. Teemahaastattelussa käytetyt teemat rakennetaan perustuen tutkimuksen viitekehykseen, ja haastattelun avulla yritetään saada uutta tietoa ja vastaus tutkimusongelmaan. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018., s. 64 – 66.)

Tässä tutkielmassa teemahaastattelun avulla kerättävän aineiston teemat valittiin perustuen aiemmissa luvuissa esitettyyn teoreettiseen viitekehykseen. Haastatteluissa

korostuu yrityskauppoihin ja arvonmäärittelyyn liittyvien aihepiirien lisäksi pienyritysnäkökulma, jolla pyritään hahmottamaan asiantuntijoiden mielipiteitä tutkittavista ilmiöistä nimenomaan pienyritysten osalta. Varsinaisiin tutkimusongelmiin pyritään löytämään vastaus korostamalla haastatteluissa pienyritysten erityispiirteisiin ja pienyritysten arvonmäärittelyn keinoihin liittyviä teemoja.

Tutkimuksen teemojen ja teoreettisen viitekehyksen pohjalta laadittiin haastattelurunko (Liite 1), jota käytettiin kaikissa haastatteluissa. Haastattelurunko annettiin haastateltavalle etukäteen tutustuttavaksi, jotta haastateltavat pystyvät antamaan syvällisempiä vastauksia. Teemahaastattelun periaatteiden mukaisesti haastattelurungon kysymykset ohjaavat haastattelun kulkua, mutta haastatteluissa säilytetään silti avoimuus ja keskustelunomaisuus. Haastateltavat voivat esittää vapaasti lisähuomioita ja haastattelija voi kysyä syventäviä kysymyksiä.

Haastattelut aloitetaan kysymällä lyhyesti haastateltavan taustasta yrityskauppojen ja arvonmäärittelyn osalta. Tällä halutaan tuoda esille haastateltavien kokemusta tutkimuksen aihepiireihin liittyen ja osoittaa, että otanta on aiheellinen. Seuraavaksi käydään lyhyesti läpi tutkielman teoreettiseen viitekehykseen liittyviä kysymyksiä. Yrityskauppojen osalta kartoitetaan asiantuntijoiden mielipidettä pienyritysten yrityskaupasta prosessina ja siihen johtavista motiiveista. Arvonmäärittelyn osalta käydään läpi pienyrityksen arvonmäärittelyn prosessi sekä arvonmäärittelyn eri vaiheiden merkitys. Näillä aiheilla pyritään pohjustamaan mahdollisimman hyvin suoraan tutkimusongelmiin liittyvät kysymykset sekä keräämään tietoa näiden tueksi, jotta tutkimuskysymysten käsittely on helpompaa. Lopuksi käydään läpi pienyrityksen arvonmäärittelyn haasteet ja erityispiirteet, sekä kysytään asiantuntijoiden mielipiteitä käytettävistä arvonmäärittelymenetelmistä ja niiden soveltuvuudesta. Haastattelurunko perustuu tutkimuksen viitekehyksen pohjalta esiin nousseisiin teemoihin ja aiempaan tutkimukseen perustuen jo aiemmin tunnettuihin asioihin tutkittavasta aiheesta. Haastattelulla kerätyn aineiston avulla pyritään analyysin kautta löytämään vastaukset tutkimuskysymyksiin.



### 4.3 Aineiston analysointi

Eskolan ja Suorannan (1998, s. 100) mukaan laadullisen aineiston analyysillä pyritään selkeyttämään kerättyä aineistoa ja tätä kautta luoda tutkimuksella uutta tietoa. Tuomi ja Sarajärvi (2018, s. 78) määrittelevät laadullisen tutkimuksen analyysille neljä päävaihetta. Ensimmäisen vaihe on aineiston tarkka rajausta. Toinen vaihe on aineiston läpikäynti ja litterointi. Kolmas vaihe on varsinainen analyysi valitulla analyysimenetelmällä. Neljäs ja viimeinen vaihe on yhteenvedon kirjoittaminen. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018., s. 78 – 79.)

Aineiston tarkalla rajauksella tarkoitetaan sitä, että aineistosta nousee monesti huomattavan paljon kiinnostavia asioita, jotka saattavat hämätä tutkijaa ja tutkimus saattaa lähteä rönsyilemään liikaa, mikäli tutkija alkaa käsittelemään näitä tutkimuksessaan. Analyysissa tuleekin rajata kapeampi näkökulma tai tutkittava ilmiö ja käsitellä sitä mahdollisimman paljon. Toisin sanoen aineiston analyysissa tulee keskittyä tutkimusongelmaan. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018, s. 78 – 79.) Tässäkin tutkielmassa haastatteluissa nousi huomattavasti mielenkiintoisia asioita esiin, jotka eivät suoranaisesti liittyneet tutkimusongelmaan mutta sivusivat silti tutkittavaa aihetta. Aineistoa analysoidessa jouduttiin lukuisia kertoja tarkastelemaan tiettyjä huomioita tutkimusongelman näkökulmasta ja hylkäämään ne, sillä ne eivät suoraan linkittyneet tutkimuskysymyksiin.

Aineiston litteroinnilla tarkoitetaan aineiston läpikäyntiä ja tutkimuksen kannalta tärkeiden asioiden erittelyä muusta aineistosta. Litteroinnille ei ole olemassa virallista tai oikeaa tapaa, vaan se riippuu täysin tutkijasta. Litteroinnin tarkoituksena on olla tutkijan sisään kirjoitettuja muistiinpanoja ja huomioita. Litteroinnilla myös jäsennellään aineiston sisältöä tutkijan näkökulmasta, sekä sillä helpotetaan tekstin kuvailua. Litterointi myös auttaa järjestelemään tekstin siten, että haluttuihin kohtiin on helppo palata jälkeen päin ja tarkistaa asioita. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018., s. 78 – 79.) Tämän tutkielman litterointi on toteutettu seuraavalla tavalla. Haastattelut äänitettiin, ja äänitteiden perusteella haastattelut kirjoitettiin tietokoneelle lähes sanasta sanaan. Mikäli haastattelussa keskustelu siirtyi liian kauas tutkittavasta aiheesta, kyseinen kohta on voitu lyhentää sillä se ei ole ollut relevanttia tutkimuksen kannalta. Puhtaaksi kirjoitetut haastattelut on otsikoitu ja jaoteltu teemoittain ja

kysymyksittäin. Aineisto on myös jaoteltu toiseen dokumenttiin siten, että saman kysymyksen alle on kerätty vierekkäin jokaisen haastateltavan vastaus samaan kysymykseen. Näin aineistoa on ollut helpompi analysoida kysymys ja teema kerrallaan ja tiettyyn kohtaan aineistoa on ollut helppo palata.

Eskola ja Suoranta (1998, s. 116) mainitsevat kvalitatiivisen tutkimuksen analysoinnin menetelmiksi muun muassa tyypittelyn, teemoittelun, sisällönerittelyn, keskusteluanalyysin ja diskurtiiviset analyysitavat. Myös Tuomi ja Sarajärvi (2018, s. 79) mainitsevat menetelmiksi luokittelun, teemoittelun ja tyypittelyn.

Tämän tutkielman aineisto kerättiin käyttämällä teemahaastattelua aineistonkeruumenetelmänä. Haastatteluja ohjasivat ennalta määritellyt teemat ja näin ollen kerätty aineisto jakautuu luontevasti erilaisten teemojen alle. Tämän johdosta aineiston analysointitavaksi valikoitui teemoittelu, sillä se soveltuu hyvin tämän tyyppisen aineiston käsittelyyn. Eskolan ja Suorannan (1998, s. 126 – 130) mukaan teemoittelun tarkoituksena on poimia aineistosta tutkittavaa aihetta ja tutkimusongelmaa valottavia teemoja. Aineistosta kerätään siitä löytyvät tärkeät teemat ja näin aineisto voidaan esittää joukkona kysymyksenasetteluja. Teemoittelun kautta luokitellut vastaukset eivät sellaisenaan kuitenkaan välttämättä tuota kovin syvällistä analyysia. Laadukkaasti toteutettu teemoittelu vaatiikin tutkimustekstilä teoreettisen viitekehyksen ja empiirisen aineiston vuoropuhelua. Tuomi ja Sarajärvi (2018, s. 79) kuvaavat teemoittelua kvantitatiivisen aineiston jakamiseksi ja luokitteluksi erilaisten aiheiden mukaisesti. Näin voidaan vertailla sitä, kuinka paljon tietyt aiheet ovat esillä aineistossa. Teemoittelu muistuttaa paljon analyysimenetelmänä luokittelua, mutta siinä haetaan tutkittavia teemoja kuvaavia mielipiteitä ja näkökulmia. (Eskola ja Suoranta, 1998, s. 126 – 130; Tuomi ja Sarajärvi, 2018, s. 79.)

Eskolan ja Suorannan (1998, s. 129) mielestä teemoittelu sopii analysointitapana hyvin käytännön ongelmien ratkaisuun, sillä aineistosta voi helposti poimia relevanttia tietoa nimenomaan käytännöllisen tutkimusongelman ratkaisemiseen. Tässä tutkielmassa tutkimusongelmat ovat nimenomaan käytännönläheisiä, joten teemoittelu soveltuu hyvin aineiston analysointiin. Teemoittelu toimii hyvin tämän tutkielman aineiston analysoinnissa. Teemahaastattelun avulla aineisto saatiin kerättyä haluttuja teemoja

mukaillen, ja aineiston jako teemoittain oli suhteellisen selkeää ja helppoa. Aineiston analyysi onnistui hyvin, tutkielman teoreettisen viitekehyksen mukaisista teemoista saatiin hyvin kerättyä näkemyksiä ja etenkin tutkimuskysymysten osalta merkittävimpiin teemoihin saatiin kattavat vastaukset.

Analyysistä kirjoitettiin lopuksi yhteenveto, jossa käytiin läpi tiivistetysti analyysistä nousseet, tutkimusongelmien kannalta merkityksellisimmät teemat ja vertailtiin näitä aikaisempaan teoreettiseen viitekehykseen.

#### **4.4 Aineiston koko ja saturaatio**

Laadullisen tutkimuksen aineistonkeruun yleisin ongelma liittyy käytetyn aineiston kokoon sekä sen oikeaan ja riittävään määrään. Laadulliselle tutkimukselle tyypillistä onkin harkinnanvarainen otanta, jolloin tutkimuksen pohjana on melko pieni, mutta relevantti aineisto. Laadullisen tutkimuksen onnistuminen ei ole suoranaisesti kiinni aineiston koosta eikä oikean kokoisen aineiston valintaan ole yhtä oikeaa tapaa. Aineiston koko onkin täysin tutkimus- ja tapauskohtainen. Kerättävän aineiston kokoon vaikuttaa usein käytettävissä olevat resurssit. Esimerkiksi haastatteluilla kerättävän aineiston kerääminen ja analysointi on huomattavan hidasta. Laadullinen tutkimus ei ensisijaisesti tähtääkään tilastolliseen yleistykseen, vaan se pyrkii kuvailemaan tutkittavaa ilmiötä ja antamaan silti teoreettisen tulkinnan tutkimuksen kohteesta. Laadullisessa tutkimuksessa onkin tärkeää aineiston koon sijasta sen laatu, niinpä esimerkiksi haastateltavien henkilöiden tulisi olla tutkittavan ilmiön asiantuntijoita, joilla olisi asiasta mahdollisimman paljon tietoa. Näin ollen haastateltavien henkilöiden tulee olla perustellusti valittuja. Tuomen ja Sarajärven (2018, s. 72) mukaan opinnäytetyötä varten hankittujen aineistojen koko ei ole niinkään merkittävä seikka, sillä opinnäytetyön ideana on, että sen kirjoittaja osoittaa tietämystä opiskelemaltaan alalta. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018, s. 72 – 73; Eskola ja Suoranta, 1998, s. 47 – 48.)

Laadullisessa tutkimuksessa aineisto voi myös tietyn kokoluokan saavutettuaan alkaa kylläntymään eli siinä alkaa esiintymään saturaatiota. Saturaatiossa aineistossa alkaa esiintymään toistoa eikä uusi aineisto enää tuota uutta, relevanttia tietoa. Näin ollen tietyn kokoisen aineiston pitäisi olla riittävä tuottamaan hyvän peruslaatuisen kuvan

tutkittavasta ilmiöstä. (Tuomi ja Sarajärvi, 2018., s. 74 – 75.) Eskolan ja Suorannan (1998, s. 47) mukaan monesti aineistoa voidaan katsoa olevan riittävästi, kun uudet haastattelut tms. eivät tuota enää uutta tietoa tutkimusongelmaan.

Tässä tutkielmassa haastateltavia etsittiin internetistä, muun muassa yrityskauppoihin ja arvonmäärittämiin erikoistuneiden yritysten verkkosivuilta. Tutkimuksen kannalta sopiville henkilöille lähetettiin haastattelupyyntöjä sähköpostitse, jossa kerrottiin tutkimuksen taustasta ja tarvittavasta aineistosta. Haastateltavien löytäminen oli yllättävän haastavaa, ja loppujen lopuksi vain kolme tutkimuksen kannalta relevanttia asiantuntijaa ilmoitti antavansa haastatteluun. Aineiston keruuseen soveltuvia henkilöitä löytyi melko vähän, ja vain pieni osa heistä vastasi ja ilmoitti antavansa haastattelun. Tähän vaikutti varmasti osaltaan tutkimuksen kirjoitushetkellä vallinnut Covid-19 pandemia, joka oli juuri alkanut ja aiheuttanut muun muassa lomautuksia aineistonkeruuhetkellä. Vaikka otanta on hyvin pieni, näiltä kolmelta asiantuntijalta saatiin erittäin laajat ja kattavat vastaukset, ja otos riitti hyvin tuottamaan aineiston, jonka pohjalta saatiin hyvä ja kattava kuva tutkittavasta ilmiöstä ja vastaukset tutkimusongelmiin.

Vaikka näin pienessä aineistossa ei vielä voida puhua saturaatiosta, samat perusasiat teemojen ympärillä toistuivat jokaisessa haastatteluissa. Koska tutkimusongelmiin liittyvät vastaukset perustuivat haastateltavien asiantuntijoiden omiin kokemuksiin ja henkilökohtaisiin mielipiteisiin, niissä olisi todennäköisesti noussut eroavaisuuksia jokaisen haastateltavan kohdalla, vaikka otos olisi ollut huomattavasti suurempi. Esimerkiksi hyväksi koetut arvonmäärittämis menetelmät riippuivat täysin asiantuntijan omasta mielipiteestä, joten aineistosta löytyisi eriäviä mielipiteitä näiden osalta yhtä paljon kuin olisi tiedonantajiaakin.

## 5 EMPIIRINEN TUTKIMUS JA AINEISTON ANALYYSI

Tässä luvussa esitetään ja analysoidaan aiemman luvun kuvauksen mukaisesti haastatteluilla kerätty aineisto. Analyysissa käsitellään kerätty aineisto tarkastelemalla sitä tutkielman teoriaosuudessa esitettyjen teemojen avulla. Näin pyritään käsittelemään tutkielman aiheen kannalta olennaisimmat aihepiirit ja vastaamaan tutkielman alussa esitettyihin tutkimuskysymyksiin.

### 5.1 Asiantuntijoiden esittely

Asiantuntija 1 toimii yritysvälittäjänä suuressa yritysvälitysorganisaatiossa. Hän on itsekin yrittäjätaustainen ja on saanut jo yrittäjäaikoinaan kokemusta yrityskaupoista ja myöhemmin luonut uran yrityskauppojen parissa. Organisaatio, jossa hän työskentelee, tarjoaa palveluita muun muassa omistajanvaihdosten, yritysjärjestelyiden sekä arvonnämittäysten saralla.

Asiantuntija 2:lla on yli kymmenen vuoden kokemus yrityskaupoista. Hän on osakkaana toimiala-, ja omistusjärjestelyihin erikoistuneessa yrityksessä ja toteuttaa sukupolvenvaihdoksiin liittyviä omistusjärjestelyitä sekä yrityskauppoja ja -järjestelyitä. Hänen työorganisaationsa liiketoiminta on kehittynyt pienestä sukupolvenvaihdoskonsultointeja toteuttavasta yrityksestä suuremmaksi organisaatioksi, joka tarjoaa yrityskauppoihin ja -järjestelyihin liittyviä palveluita. Nykyään yritys toimii pääosin pk-yritysten toimialajärjestelyiden parissa, mutta toteuttaa silti myös perinteisiä pienyrityskauppoja ja sukupolvenvaihdoksia.

Asiantuntija 3 on toiminut pari vuotta yrityskauppa-analyytikkona taloushallintoalan palveluyrityksessä. Hän on tänä aikana ollut mukana kymmenissä yrityskaupoissa ja analysoinut ostokohteita ja tehnyt arvonnämittäyksiä. Suurin osa hänen osaamisestaan liittyy taloushallintoalan palveluliiketoiminnan yrityskauppoihin, ja hän onkin analysoinut alan yrityksiä yli sata kappaletta. Hänen vastauksissaan painottuu taloushallintoalan toimialakohtainen tuntemus. Yritys, jossa hän työskentelee, on merkittävä taloushallintopalveluiden tuottaja, joka tarjoaa laajalti myös erilaisia asiantuntijapalveluita liittyen yritysjärjestelyihin, yrityskauppoihin ja omistajanvaihdoksiin.

## 5.2 Yrityskauppa

Asiantuntijoiden mielestä tyypillinen pienyrityksen yrityskauppa liittyy usein yrittäjän ikääntymiseen ja sen myötä syntyneeseen tarpeeseen löytää jatkaja yritykselle. Yrityskauppaprosessi riippuu pitkälti siitä, onko kyseessä sukupolvenvaihdos vai myydäänkö yritys ulkopuoliselle ostajalle. Kaikki asiantuntijat kokivat, että usein yrittäjä kokee yrityksensä arvon paljon todellista arvoa korkeampana.

Asiantuntija 1:n mukaan valtaosa pienyritysten kaupoista liittyy juurikin yrittäjän ikääntymiseen ja siihen, että yritykselle tulisi löytää jatkaja. Hänen mukaansa yrittäjät monesti pitävät yritystä itsellään liian kauan, jolloin heidän lapsensa ovat mahdollisesti jo hakeutuneet muualle töihin, eikä heistä ole jatkajiksi. Tällöin syntyy tarve löytää yritykselle ulkopuolinen ostaja. Ostajan löytäminen onkin tärkeä osa pienyrityskauppaa ja se vaikuttaa myös arvonmäärittelyyn. Mahdollisia ostajia kartoittaessa tulee miettiä, millaisia potentiaalisia ostajia yritykselle voisi olla ja miten ne voisivat kyseistä liiketoimintaa hyödyntää. Esimerkiksi suuri teollinen ostaja voi saada synergiaetuja hyödyntäen enemmän hyötyä yrityksestä.

Asiantuntija 2 jakaa pienyritysten yrityskaupat kahteen yleiseen päälinjaan: perheen sisäiseen sukupolvenvaihdokseen, sekä riippumattomalle, ulkopuoliselle osapuolelle myymiseen. Asiantuntija 2 huomauttaa, että myös yrityksen sukupolvenvaihdos on yrityskauppa. Nämä kaksi yrityskauppalinjaa eroavat toisistaan huomattavasti prosessiltaan. Hänen mukaansa valtaosassa tapauksia on tavoitteena siirtää mahdollisimman verotehokkaasti yritys seuraavalle sukupolvelle. Tällaisessa tapauksessa jatkaja yleensä tuntee yrityksen entuudestaan hyvin. Tällöin yrityskauppaprosessi on paljon suoraviivaisempi, kuin ulkopuoliselle myytäessä, sillä ostajaa ei tarvitse etsiä.

Asiantuntija 2:n mukaan ulkopuoliselle ostajalle myytäessä yrityskauppaprosessi on monimutkaisempi. Prosessin ensimmäinen ja haastavin vaihe etenkin pk-yritysten kohdalla on löytää yritykselle ostaja, joka on valmis maksamaan sen hinnan, jonka yrittäjä toivoo yrityksestä saavansa. Myös asiantuntija 1:n mukaan yrittäjällä on usein epärealistisia odotuksia yrityksen arvosta sekä mahdollisesta kauppahinnasta. Yrittäjällä saattaa kestää hetki tottua ajatukseen, ettei hänen odottamansa hinta ole

realistinen. Tämän jälkeen yritykselle määritetään realistisempi arvo ja se laitetaan myyntiin, esimerkiksi yritysvälittäjälle tai yrityskauppojen nettiportaaliin.

Myös Asiantuntija 2:n mukaan ostajan löydyttyä seuraava vaihe on arvonmäärittäminen, jotta saadaan määriteltyä konkreettinen kauppahinta. Yrityskauppaprosessi pitää sisällään myös kaupan mallin valinnan, osapuolten välisiä neuvotteluja sekä mikäli tarvitaan rahoitusta, rahoitusneuvottelut, rahoitussuunnitelmat sekä erilaisten tulevaisuuden ennusteiden tekoa. Lisäksi yrityskauppaprosessiin liittyy paljon juridista dokumentaatiota, esimerkiksi kauppakirjat.

Asiantuntija 3:n mukaan ostajan näkökulmasta yrityskauppaprosessi yleensä alkaa markkina-analyysistä, jonka avulla tutkitaan, millaisia ostokohteita olisi saatavilla, jotka vastaavat demografisilta tekijöiltään (esimerkiksi kokoluokka sekä maantieteellinen sijainti) sitä mitä etsitään. Tämän jälkeen voidaan ottaa yhteyttä kohdeyritykseen ja selvittää myyntihalukkuutta. Mikäli kohdeyrityksen omistaja on halukas myymään, aletaan tekemään tarkempaa analyysia kohteesta. Etenkin pienyritysten kohdalla tilinpäätöstietojen saatavuus voi olla niukkaa, ja siksi keskusteluyhteys yrittäjään on todella tärkeää tarkemman analyysin toteuttamiseksi.

Myytävän yrityksen löytäminen on haastavaa, ja asiantuntija 3:n mukaan yleisempää on, että myyjä itse ottaa yhteyttä ostajaan, koska on esimerkiksi eläköitymässä tai haluaa muusta syystä luopua yrityksestä. Asiantuntija 3:n mukaan prosessi yleensä etenee seuraavaksi keskusteluvaiheeseen myyjän kanssa, jolloin neuvotellaan yrityskauppamuodosta. Tämän jälkeen määritetään yritykselle arvo, ja myöskään asiantuntija 3:n mukaan määritetty yrityksen arvo ja yrittäjän oma näkemys arvosta eivät usein kohta keskenään, vaan yrittäjä itse arvostaa yrityksensä huomattavasti korkeammaksi. Näin ollen kauppahinnaksi tulee löytää molempia osapuolia tyydyttävä ratkaisu.

### 5.2.1 Yrityskauppamuoto

Yrityskauppamuotona pienyritysten kaupoissa käytetään sekä liiketoimintakauppaa että osakekauppaa. Valitun yrityskauppataavan valintaan vaikuttavat yrityskaupan lähtökohdat ja kauppataavasta saatu hyöty.

Asiantuntija 2:n mielestä ei voida sanoa kumpaa muotoa käytetään enemmän. Hänen mukaansa ostaja ostaa aina mieluummin liiketoiminnan ja myyjä myy osakkeet. Asiantuntija 1:n mielestä liiketoimintakauppa on ehdottomasti yleisempi, sillä siinä on selkeä kannustin ostajalle. Liiketoiminnasta saa poistaa liiketoimintakaupassa syntyneen goodwillin tulevien vuosien tuloksesta. Osakekaupassa taas goodwill jää taseeseen.

Asiantuntija 3:n mukaan osake- ja liiketoimintakauppaa tehdään pienyrityksissä ihan yhtä paljon, eikä hän osaa sanoa kumpi on yleisempi muoto. Myös hänen mukaansa verotuksellisista syistä ostaja haluaa toteuttaa liiketoimintakaupan ja myyjä osakekaupan. Osakkeita ostaessa ostaja joutuu maksamaan varainsiirtoveroa, liiketoimintaa ostaessa varainsiirtoveroa taas ei tarvitse maksaa. On myös hyvin yleistä, että ostettavan yrityksen taseessa on paljon eriä, jotka eivät kiinnosta ostajaa. Tällöin yrityskauppa- ja arvonomääritysprosessi on kevyempi, kun ei osteta yrityksen tasetta vaan tuloslaskelman eriä.

Asiantuntijoiden mielipiteet yrityskauppatapojen eduista vastasivat pääpiirteittäin aiemmasta kirjallisuudesta nousseita seikkoja. Liiketoiminta- ja osakekaupan edut kaupan eri osapuolille eroavat verotuksellisista syistä. Verotuksellisista syistä ostaja kokee yleisesti ottaen liiketoimintakaupan houkuttelevammaksi ja myyjä taas osakekaupan. Yrityskauppatilanteesta riippuen toinen menetelmä voi myös muotonsa ansiosta palvella kaupan päämäärää paremmin, esimerkiksi jos halutaan ostaa ainoastaan jokin liiketoiminnan osa.

### 5.2.2 Yrityskaupan motiivit

Kaikki asiantuntijat mainitsivat yrittäjän ikääntymisen tärkeänä motiivina yrityskaupalle myyjän puolelta. Muita motiiveja olivat muun muassa rajalliset kasvuresurssit, voiton tavoittelu, sekä vaikea kilpailutilanne.

Asiantuntija 1:n mukaan yleisin motivaatio yrityskauppaan myyjän puolelta on tilanne, jolloin edessä on sukupolvenvaihdos, mutta yritykselle ei ole jatkajaa. Myös asiantuntija 2:n mukaan sukupolvenvaihdostilanne on yleinen syy yritysjärjestelyille. Tällöin yleensä halutaan siirtää yrittäjän elämäntyö seuraavalle sukupolvelle tavalla,



jolloin yrityksen jatkamiseen olisi hyvät edellytykset. Näin ollen tilanteessa on yleensä yritystoiminnan jatkuvuuteen liittyvä motiivi. Myös asiantuntija 3 mainitsee eläköitymisen yleisenä motiivina.

Asiantuntija 2:n mukaan puhuttaessa niin sanotuista “puhtaista yrityskaupoista”, motiivina on usein myyjälle saada maksimaalinen hinta yrityksestään. Asiantuntija 3 mainitsee merkittävänä motiivina myös tilanteen, jossa yritys on saavuttanut kriittisen kokoluokan. Tästä kokoluokasta kasvaminen ilman yrityskauppaa voi olla vaikea toteuttaa yksin. Esimerkiksi taloushallintoalalla voi tulla vastaan tilanne, jossa kasvaminen edellyttäisi suurta digiloikkaa. Alalla myöskään keskikokoisia yrityksiä ei juurikaan ole, joten pienyrityksen resurssit eivät riitä kilpailemaan suurempia vastaan, eivätkä ne ole tarpeeksi suuria skaalaetujen hyödyntämiseen. Liittymällä suurempaan yritykseen yrityskaupan kautta voi olla edellytys menestykselle, sillä yrityskaupan myötä päästään hyötymään suuremman organisaation markkinoinnista, myynnistä, tuotekehityksestä, HR:stä sekä muista resursseista. Asiantuntija 3:n mukaan tämä kuitenkin vaihtelee toimialoittain.

Yrityksen ostajan yleisiksi motiiveiksi mainittiin seuraavia. Asiantuntija 1:n mukaan moni haluaa yrittäjäksi, sillä ei ole esimerkiksi tyytyväinen työpaikkaansa ja ansiotasoonsa. Ostamalla valmiin yrityksen ostaja saa haltuunsa valmiin liiketoiminnan, ja se on näin ollen turvallisempaa kuin perustaa kokonaan uusi yritys. Lisäksi uuden yrityksen liiketoiminnan saaminen voitolliseksi on haastavaa. Asiantuntija 2 mainitsee ostajan motiiveiksi ostettavan kohteen strategisen hyödyn. Ostettava kohde yleensä palvelee jotain tiettyä päämäärää, se saattaa esimerkiksi täydentää nykyistä liiketoimintaa tai se saattaa olla täysin uusi liiketoiminta ostajalle. Ostaja saattaa myös haluta ostaa kilpailijan pois markkinoilta ja laajentaa omaa markkina-asemaansa. Asiantuntija 2 näkeekin ostajan puolen motiivien juontuvan ostajan strategiasta. Myös asiantuntija 3:n mukaan toimialasta riippumatta eräs tärkeimpiä motiiveja ostajan puolelta on halu kasvaa. Ostajalla voi olla halua levittäytyä maantieteellisesti uudelle alueelle tai kasvattaa markkinaosuutta ja vähentää kilpailua tietyllä alueella. Yrityskaupan avulla voidaan myös hankkia esimerkiksi immateriaalioikeuksia, patenteja tai ohjelmistoja. Yleinen motiivi on myös hankkia osaavaa henkilöstöä. Joissain tilanteissa osaavan henkilöstön

hankkiminen voi olla hyvin haastavaa, mutta yrityskaupassa henkilöstön saa ikään kuin kaupan päälle.

Asiantuntijoiden vastaukset yrityskaupan motiiveista mukailivat pitkälti aiempaa kirjallisuutta. Pienyrityskaupan taustalla on usein yrittäjän eläköitymiseen ja yrityksen jatkuvuuteen liittyvä motiivi, etenkin kun kyseessä on niin sanottu sukupolvenvaihdos. Myös synergiaetuihin, sekä kasvu- ja kehitysmahdollisuuksiin liittyvät motiivit ovat yleisiä myyvälle osapuolelle. Ostajan puolelta pienyrityksen motiiveiksi mainittiin ostamisen tehokkuus verrattuna uuden liiketoiminnan perustamiseen. Myös kirjallisuudessa vahvasti korostuneet strategiset syyt tulivat ilmi asiantuntijoiden vastauksissa ja yritysoston nähdäänkin palvelevan jotain strategista päämäärää. Strategisia syitä ovat esimerkiksi kasvuun, kilpailu- ja markkina-asemaan, ja resursseihin sekä niiden hankintaan liittyvät motiivit.

Yrityskaupan lähtökohdat vaikuttavat myös arvonmäärittelyyn ja kauppahintaan. Yritys voi olla eri arvoinen erilaisille ostajille, riippuen muun muassa yrityskaupan motiiveista, ostajayrityksen erityispiirteistä ja skaalausmahdollisuuksista. Esimerkiksi suuryrityksen ostaessa pienen yrityksen, se pystyy hyödyntämään jo konsernin käyttämiä jakelukanavia, markkinointia sekä myyntiä, ja näin ollen karsimaan pienyrityksen jo olemassa olevia kuluja, kuten markkinointi- henkilöstö ja rahoituskuluja. Tästä johtuen kohdeyrityksen arvo voi olla suurelle yritykselle isompi, kuin mitä se olisi toiselle pienelle toimijalle, joka näitä kuluja ei pystyisi samassa määrin supistamaan. Ostajan lähtökohta yrityskaupassa voi olla myös vain tietyn liiketoiminnan osan tai jonkin omaisuuserän, kuten arvokkaan sopimuksen ostaminen ja näin ollen muille yrityskaupassa siirtyville omaisuuserille ei ole välttämättä tarvetta, eikä niitä nähdä arvokkaina.

### **5.3 Pienyrityksen Arvonmäärittely**

#### **5.3.1 Arvonmäärittely yleisesti ja arvonmäärittelyprosessi**

Arvonmäärittelyprosessi koostuu pääpiirteittäin tilinpäätösinformaation analysoinnista, yrityksen ja sen liiketoiminnan analysoinnista sekä tulevaisuuden tuottojen arvioinnista. Merkittävänä osana arvonmäärittelyprosessia pidetään myös

tilinpäätöserien oikaisuja oikealle tasolle. Asiantuntijoiden mukaan myös keskusteluyhteys yrittäjän kanssa pk-yrityksen arvonmääritysprosessissa on erittäin tärkeä.

Asiantuntija 1:n mielestä markkinoilla on paljon myynnissä arvonmäärityksiä, jotka perustuvat puhtaasti tilinpäätösten analysointiin, eikä näitä tilinpäätösanalyyssejä tulisi sekoittaa oikeaan arvonmääritykseen. Todellisessa arvonmäärityksessä tulee ottaa huomioon historiallisen tilinpäätöstiedon lisäksi yrityksen tulevaisuuden näkymät sekä monia muita seikkoja. Arvonmäärityksessä tulee ottaa huomioon muun muassa tulevaisuudessa odotettavat kassavirrat omistajalle, tehdyt investoinnit sekä olemassa olevat rahoituskulut. Lisäksi tulee ottaa huomioon liiketoiminnan taso aikaisempina vuosina sekä oikaista liiketoiminnan satunnaiset erät, jotka eivät suoranaisesti kuvaa yrityksen toimintaa. Varsinaisen arvonmäärityksen lisäksi yrityksestä tulee hankkia kaikki mahdollinen saatavilla oleva tieto arvonmäärityksen tueksi. Onnistuakseen arvonmääritys vaatii myös perusteellista keskusteluyhteyttä yrittäjän kanssa, jolloin voidaan nähdä paremmin lukujen taakse. Myös yrityksen taseen huolellinen perkaaminen on tärkeää pienyrityksen kohdalla, siellä voi olla paljon ylimääräistä varallisuutta, jotka eivät nosta yrityksen arvoa. Tärkeässä osassa arvonmääritysprosessia on tulevaisuuden näkymien tarkastelu. Tulevaisuutta analysoitaessa tulee tarkastella muita alan yrityksiä ja niiden kehitystä, ja verrata onko kohdeyrityksen kehitys samassa tasossa kuin muiden alan yritysten ja tämän pohjalta keskustella yrittäjän kanssa tulevaisuuden kasvunäkymistä. Tulevaisuutta ennustaessa tulee myös peilata yrityksen menneisyyttä ja ottaa huomioon tulevaan kehitykseen vaikuttavia seikkoja, kuten kustannusrakennetta ja tiettyjen erien, kuten omistajan palkan ja vuokrien oikeellisuutta. Huolellisen tutkimuksen jälkeen tehdään ennuste esimerkiksi liiketoiminnan seuraavasta kahdeksasta vuodesta, jonka jälkeen vielä otetaan ennusteesta hieman varmuusvaraa pois, ja tapauskohtaisesti katsotaan, kuinka monen vuoden kassavirrasta muodostetaan kassavirtaennusteen arvo. Tätä tehtäessä tulee huomioida yrityksen jatkuvuuteen ja liiketoimintaan liittyvät riskit, esimerkiksi miten vallitsevan koronaviruksen kaltainen kriisi vaikuttaa liiketoimintaan. Arvonmääritysprosessissa on myös tärkeää ottaa huomioon, että kohdeyrityksen hinnan tulisi muodostua järkevälle tasolle, jotta yrityskauppa olisi toteutettavissa vieraalla pääomalla rahoittaen.

Asiantuntija 2:n mukaan pk-yrityksen arvonmäärittämisprosessin lähtökohtana on lähes poikkeuksetta kohdeyrityksen historia. Tyypillisesti arvonmäärittämisessä katsotaan taaksepäin kolme edeltävää tilikautta ja näin luodaan pohja arvonmäärittämiselle. Lisäksi analysoidaan kohdeyrityksen nykytilannetta sekä arvioidaan tulevaisuuden näkymiä, jotka vaikuttavat yrityksen arvoon valikoitaessa arvonmäärittämisessä käytettäviä kertoimia. Hänen mukaansa pk-yritysten arvonmäärittämisprosessina huomattavasti esimerkiksi suurten pörssiyhtiöiden vastaavasta.

*“Se peruslähtökohta on, että yrityksen historia on myyjän ja tulevaisuus on ostajan, tämä on todella erityyppinen maailma mitä joku pörssimaailma esimerkiksi, missä katsotaan aina tulevaisuuteen, tämä on ihan eri maailma nämä pk-yritykset. Siellä se on tilinpäätökset, sieltä kaikki lähtee. Katsotaan tuloslaskelmat, taseet, liitetiedot ja tase-erittelyt ja tietysti sitten käydään keskustelu myyjän kanssa, jos olen esimerkiksi neuvomassa myyjää, niin käydään sitten keskustelua hänen kanssaan mitä siellä on niiden lukujen taustalla.”*

Asiantuntija 1:n ja 2:n mielipiteet eroavat prosessista siinä, että asiantuntija 1 näkee tulevaisuuden tuottojen merkityksen olevan arvonmäärittämisprosessissa merkittävämpi, kun taas asiantuntija 2 kokee että pienyritysten arvonmäärittämisen perusta on historiassa ja tilinpäätöksissä.

Asiantuntija 3:n mukaan arvonmäärittämisprosessi alkaa yleensä sillä, että julkisista lähteistä etsitään kaikki mahdollinen tieto yrityksestä. Pienyritysten kohdalla tietoa on usein niukasti saatavilla verrattuna esimerkiksi pörssiyhtiöön. Julkisista lähteistä haetaan muun muassa tilinpäätösinformaatiota, nettisivuilta löytyvää tietoa sekä yritystä koskevia uutisia ja keskusteluja. Monesti saatavilla oleva tilinpäätösinformaatio ja data on vanhaa, esimerkiksi kahden tilikauden takaa. Näin ollen arvonmäärittämisessä eteneminen vaatii keskusteluyhteyttä myyjän kanssa, ja pyydetään häneltä uusimmat tilinpäätöstiedot mahdollisimman laajassa muodossa. Tämän lisäksi pyydetään dataa yrityksen asiakkaista, henkilöstöstä sekä yleistä selvitystä yrityksen historiasta sekä tulevaisuuden suunnitelmista. Kaikki tämä tieto vaikuttaa arvonmäärittämiseen. Hyvin yleisesti arvonmäärittämisessä joudutaan oikaisemaan tuloslaskelman eriä, kuten yrittäjän palkkaa, kertaluontoisia eriä sekä

ajoneuvoja. Myös mahdollisen sivuliiketoiminnan satunnaiset erät tulee oikaista. Oikaisuille pyritään muokkaamaan tuloslaskelma muotoon, joka vastaa ostettavaa ydinliiketoimintaa.

Asiantuntija 3:n mukaan tämän jälkeen yleensä käyttökatekertoimia käyttämällä haarukoidaan mahdollisia arvoja yritykselle. Kertoimet määräytyvät muun muassa henkilöstön osaamistason, yrityksen maineen, digitalisaation tason, sekä investointitarpeiden mukaan. Tämän jälkeen yritykselle on määriteltävä arvo, ja tämän jälkeen lopullisen kauppahinnan määrittely on enää neuvottelukysymys. Asiantuntija 3 huomauttaa, että lopullinen kauppahinta ei lähes koskaan ole se, mikä arvonmäärittelyssä on määritetty.

Aiemmassa kirjallisuudessa arvonmäärittelyn prosessin pääpiirteiksi tunnistettiin yleensä liiketoiminnan strateginen analyysi, yrityksen historian tarkastelu tilinpäätösanalyysin kautta, sekä odotettavissa olevien tulevaisuuden tuottojen arviointi ja analysointi. Arvonmäärittelyn prosessia havainnollistettiin haasteatteluissa myös keskustelemalla tarkemmin asiantuntijoiden kanssa näistä eri vaiheista.

Asiantuntija 1:n mielestä strategisen analyysin rooli on tärkeä, sillä arvonmäärittelyssä tulee tutkia markkinatilannetta ja miettiä kyseisen liiketoiminnan kysyntää ja kohdeyrityksen kilpailukykyä markkinassa. Myös asiantuntija 3:n mukaan strategisen analyysin merkitys arvonmäärittelyssä on merkittävä, sillä arvonmäärittelyn nojautuessa liikaa tulokseen, voi vastaan tulla negatiivisia yllätyksiä. Hänen mukaansa strategisessa analyysissä on tärkeää huomioida muun muassa kohdeyrityksen prosessit ja käytännöt, maantieteellinen sijainti, ATK:n taso sekä näiden yhteensopivuus ostajayritykseen. Integraation onnistumista tulee analysoida huolellisesti. Myös henkilöstön sekä myyjän mahdollinen sitouttaminen kaupan jälkeen tulee huomioida liiketoimintaa analysoitaessa, sillä mikäli henkilöstö lähtee yrityksestä kaupan myötä, yrityskauppa voi epäonnistua. Myös omistajan työpanoksen selvittäminen pienyrityksen yrityskaupassa on todella merkittävää, sillä omistaja saattaa tehdä huomattavan suuren osuuden yrityksen töistä. Hänen työpanoksensa korvaamiseen saatetaan tarvita useampi henkilö.

Asiantuntija 2:n mukaan yrityksen historian analysointi tilinpäätösanalyysin kautta on kaiken lähtökohta arvonmäärittämisessä. Tyypillisesti katsotaan yrityksen toimintaa 1-3 tilikautta taaksepäin. Myös asiantuntija 3:n mielestä tilinpäätösanalyysi on arvonmäärittämisessä lähtökohta, siinä tehdään jo ensimmäiset päätelmät esimerkiksi tuloksen tasosta ja harkitaan, ollaanko yrityksestä kiinnostuneita vai onko se liian riskinen.

Aiemmassa kirjallisuudessa nousi myös esille, että tilinpäätösanalyysin haasteena voi pienyritysten osalta olla tilinpäätösanalyysissä käytettävän tilinpäätösmateriaalin saatavuus ja laatu, etenkin suurempiin yrityksiin verrattuna. Asiantuntijoiden mukaan kuitenkin nykyään ammattitaitoiset tilitoimistot tuottavat pääasiassa laadukasta dataa, vaikka haasteitakin on. Aiemmasta kirjallisuudesta tuli myös ilmi, että pienempien yritysten tilinpäätöksiä joudutaan usein oikaisemaan vertailukelpoisuuden ja oikean kuvan parantamiseksi.

Asiantuntija 1:n mukaan tilinpäätösinformaation laadussa on eroja pienyritysten kohdalla hyvinkin paljon, hän on esimerkiksi vielä vuonna 2019 saanut asiakkaalta kynällä tehdyn tase-erittelyn. Mutta pääsääntöisesti ammattimaiset tilitoimistot tekevät hänen mielestään hyvä jälkeä. Asiantuntija 2:n mukaan pienyritysten tilinpäätökset ovat nykypäivänä luotettavia, sillä ne ovat suurimmilta osilta tilitoimistojen tekemiä ja enää harva yrittäjä tekee itse tilinpäätöksen. Hänen mielestään kuitenkin etenkin pienyritysten kohdalla tilinpäätöksissä on jonkin verran tulkintavaraa ja eria, joissa yrittäjän näkemys voi ratkaista paljon. Esimerkiksi varaston arvo sekä yrittäjän palkka voivat vaikuttaa merkittävästi pienen yrityksen tulokseen. Kahden samanlaisen yrityksen tulokset voivat erota merkittävästi toisistaan tällaisten harkinnanvaraisten erien johdosta, vaikka olisivatkin yrityksinä saman arvoisia. Asiantuntija 2:n mielestä tilinpäätöksen oikaisu ovatkin arvonmäärittämisessä äärimmäisen tärkeitä, sillä taseen ja tuloslaskelman oikaisuilla voidaan hakea mahdollisimman käypä arvo yritykselle. Asiantuntija 3:n mukaan pienyritysten kohdalla on ongelmia tilinpäätösinformaation saatavuudessa verrattuna suurempiin pörssiyrityksiin. Usein julkisesti saatavilla olevat tilinpäätökset eivät ole uusimpia mahdollisia. Pienyritysten arvonmäärittämisessä tuleekin avata keskusteluyhteys yrittäjän kanssa tarkemman tilinpäätösdatan saamiseksi.

Tulevaisuuden tuottoihin ja niiden arviointiin nähtiin liittyvän suhteellisen paljon epävarmuutta pienyritysten kohdalla. Asiantuntija 3:n mukaan pienyritysten arvonmäärittämisessä tulevaisuuden tuottojen ennustamiseen liittyy enemmän epävarmuutta suurempiin yrityksiin verrattuna. Hän uskoo, että pienyritysten kohdalla ”liikkuvat osat” vaikuttavat esimerkiksi tuotto-odotukseen todella paljon. Suurin epävarmuustekijä on yleensä pienyrityksessä yrittäjä itse ja se, mitä hän tekee kaupan jälkeen.

Asiantuntija 3 mainitsee myös käytännön kokemuksesta, että hänen tekemistään alustavista arvioista tuottojen, esimerkiksi liikevaihdon tai käyttökateen osalta, hyvin monet ovat menneet pieleen suuntaan tai toiseen, kun katsotaan tilannetta esimerkiksi vuosi kaupan jälkeen. Tämä johtuu siitä, että pienyrityksessä tapahtuu hyvin usein jotain täysin odottamatonta kaupan jälkeisenä vuotena ja tällaisen vaikutus pienessä yrityksessä voi olla huomattava. Suurimpia virhetilanteita syntyy esimerkiksi siitä, että ei ole kunnolla otettu huomioon riskiä asiakkaiden ja työntekijöiden poislähdöstä yrityskaupan jälkeen. Työntekijöiden sitouttaminen yrityskaupan jälkeen ja monipuolinen riskien huomioon ottaminen on ensisijaisen tärkeää arvonmäärittäksen onnistumisen kannalta. Asiantuntija 1:n mielestä tuottojen arviointi on uskottavuuskysymys. Hänen mielestään esimerkiksi kasvun arviointi tuleville vuosille on hyvin epävarmaa, ja sitä onkin helpompi arvioida vaikka vasta ensimmäisen kaupan jälkeen toteutuneen vuoden jälkeen. Odottamattoman kasvun laskeminen arvonmäärittäykseen on hyvin haastavaa ja heikentää koko arvonmäärittäksen perustaa.

Aiemmassa kirjallisuudessa tulevaisuuden tuottojen arvioinnin haasteena nähtiin myös se, että se sisältää paljon harkinnanvaraisuutta. Asiantuntijoiden mukaan pienyritysten tulevaisuuden tuottoja arvioidaan sen verran yksinkertaisia menetelmiä käyttäen, ettei kovin laajoja syöttötietoja tarvita. Asiantuntija 1:n mukaan pienyrityksen tuotot lasketaan yleensä pelkän kassavirran pohjalta eikä näin ollen esimerkiksi diskonttokorkoja tarvitse arvioida. Asiantuntija 3 mainitsi, että tulevaisuuden tuottoja arvioidaan yleensä käyttökatekertoimien kautta, eikä hän ole tehnyt urallaan yhtään arvonmäärittästä monimutkaisimmilla malleilla, kuten kassavirtojen diskonttaukseen tai jäännösarvoihin perustuvilla menetelmillä. Myös asiantuntija 2:n mukaan pienyrityskentän arvonmäärittämisessä käytetään hyvin vähän kassavirta- ja

osinkoperusteisia arvonmäärittämiä, ja ylipäänsä mihinkään tulevaan perustuvaa käytetään hyvin vähän pk-yritysten kohdalla.

### 5.3.2 Pienyrityksen arvonmäärittäminen haasteet ja erityispiirteet

Pienyrityksen arvonmäärittäminen liittyy huomattavasti, pienyritysten luonteesta ja erityispiirteistä johtuvia haasteita. Merkittävimpinä haasteina koettiin muun muassa yrittäjän työpanos, yritysten vertailukelvottomuus, sekä tulevaisuuden ennakoimisen vaikeus, sekä seikat, joita ei näe suoraan tilinpäätösluvuista. Lisäksi vastauksista nousi esille myös yrittäjän asenteesta omaa yritystään kohtaan johtuvia ongelmia. Aiemmassa kappaleessa puhuttiin myös siitä, että pienyritysten tilinpäätöstietojen saatavuus ja laatu voi aiheuttaa haasteita.

Pienyrityksissä omistaja on hyvin usein myös itse töissä yrityksessä, ja hänen työpanoksensa yrityksessä saattaa olla huomattavan suuri. Asiantuntija 1:n mielestä ostettavan pienyrityksen omistajan nostama palkka ei usein kuvasta läheskään sitä työmäärää, jonka hän yrityksessä tekee. Monesti yrittäjän tekemän työpanoksen korvaamiseen saatetaan tarvita yrityskaupan jälkeen useampi työntekijä, ja tämä luonnollisesti vaikuttaa yrityksen arvoon. Myös asiantuntija 2:n mukaan yrittäjän palkkaa tulee arvonmäärittämisessä korjata oikealle tasolle, jotta yritykselle määritettävä arvo on lähempänä totuutta. Asiantuntija 3:n mukaan arvonmäärittäminen voi mennä pieleen, mikäli yrittäjän työpanos on huomattava eikä sitä ole kunnolla huomioitu arvonmäärittämisessä.

Asiantuntija 2:n mielestä merkittävä haaste pienyritysten arvonmäärittämisessä on se, että yritykset eivät ole yhteismitallisia tai suoraan vertailukelpoisia keskenään. Pienyritysten tilinpäätöksiin liittyykin tulkinnanvaraisuutta, joka tulee ottaa huomioon. Pienyritysten yhteismitallistamiseksi tulee arvonmäärittämisessä katsoa tilinpäätöslukujen taakse ja tehdä tarvittavat oikaisut tiettyihin eriin. Asiantuntija 2 mainitsee yrittäjän palkkakorjauksen lisäksi merkittäviksi oikaisueriksi liiketilat, sijoitukset muihin yrityksiin, osakkeisiin sekä taseessa olevat kiinteistöt. Mikäli kaksi yritystä toimii siten, että toinen omistaa kiinteistön, jossa toimii, mutta toinen on vuokralla, näiden taseet ja tuloslaskelman ovat hyvin eri näköiset. Toisella on kiinteistö taseessa mutta ei ollenkaan vuokratuloja tuloslaskelmassa, mutta



tuloslaskelmassa on kuitenkin kiinteistön poistoja. Kun taas vuokratiloissa toimivalla yrityksellä ei ole kiinteistöä taseessa, vaan liiketoiminnan muissa kuluissa tuloslaskelmassa vuokratulot. Tällaisessa tilanteessa tuloslaskelmat tulee oikaista samaan muotoon, esimerkiksi kiinteistön omistavalle yritykselle oikaistaan tuloslaskelmaan käyvän vuokratason mukaiset vuokratulot. Myös yrityksen taseessa olevat sijoitukset kiinteistöihin, osakkeisiin ja muihin yrityksiin tulee oikaista käypään arvoon taseiden yhteismitallistamiseksi. Myös asiantuntija 1:n mielestä arvonmäärittämisestä tehtäessä on tärkeää tarkistaa tilinpäätöskirjausten oikeellisuutta muun muassa palkkojen ja vuokrien osalta. Myös asiantuntija 3 huomauttaa, että pienyritysten tilinpäätösten tulkinnanvaraisuus aiheuttaa haasteita. Yrityksen tuotot voivat näyttää paperilla todella hyvältä, mutta niiden takana voi olla esimerkiksi todella tarkasti karsittuja kuluja, eikä tuottotaso ole realistinen yrityksen ostajalle.

Asiantuntija 3:n mielestä haastavaa pienyritysten arvonmäärittämisessä on se, että vaikka tunnetaan yrityksen historia ja historiallinen kehitys esimerkiksi viiden vuoden ajalta, on mahdotonta arvioida, miten seuraavana vuonna tapahtuu ja miten yritys tulee siitä suoriutumaan. Haasteena on myös tulevaisuuden tuottoihin liittyvä vahva epävarmuus. Pienyrityksessä ”liikkuvat osat” vaikuttavat huomattavan paljon tuottoihin ja niiden arviointiin. Hänen mukaansa pienyritysten arvonmäärittäminen pitää sisällään lähes aina hiukan arvailua ja kokemuksen perusteella tehtävää skenaarioiden arviointia, täytyy tehdä ns. ”educated guess”. Asiantuntija 1:n mielestä odottamattoman tuottojen kasvun laskeminen arvonmäärittäykseen heikentää arvonmäärittämyksen laatua ja tuottojen arviointi onkin pitkälti uskottavuuskysymys. Pienyritysten arvonmäärittäykseen liittyvä epävarmuus on asiantuntija 3:n mukaan hyvin toimialakohtaista. Esimerkiksi taloushallintoalalla ensimmäisen vuoden aikana yrityskaupan jälkeen voidaan kohdata paljon turbulenssia ja tuottoihin voi liittyä merkittävää epävarmuutta. Toisaalta jos kohdeyrityksen toimiala on vakaa ja sillä on vahva tilauskanta, lähitulevaisuuden kehitystä voidaan arvioida melko suurella varmuudella.

Asiantuntija 3 huomauttaa myös, että liiketoiminta- ja osakekaupoissa haasteet voivat olla erilaiset. Osakekaupan ohessa toteutettavassa due diligence-tarkastuksessa arvonmäärittämyksen kannalta merkittäviä seikkoja ovat muun muassa verotuksellisesti ja juridisesti huomattavat seikat. Osakekaupassa siirtyvien velkojen ja vastuiden takana

saattaa esimerkiksi olla verovastuita, joita ei suoraan tilinpäätösluvuista näe tai myyjä ei ole tuonut ilmi. Näiden selvittäminen pienyrityksen arvonmäärittämisessä voi olla hyvin haastavaa. Asiantuntija 3:n mielestä myös henkilöstön osaamistason selvitys on arvonmäärittämisestä kannalta haastavaa, sillä yrityskaupat ovat usein salaisia eikä henkilöstöä näin ollen voi etukäteen haastatella. Asiantuntija 3:n mielestä merkittävimmät haasteet pienyrityksen arvomäärittämisessä ovat kaikki seikkoja, joita ei suoraan nähdä tilinpäätösluvuista.

Mitä pienempi yritys, sitä suurempi on yrittäjän vaikutus yritykseen ja näin ollen arvonmäärittämiseseen. Edellä mainitun yrittäjän työpanoksen lisäksi myyjä vaikuttaa muillakin tavoin arvon määrittämiseen. Kaikkien asiantuntijoiden mielestä pienyritysten arvonmäärittämisessä haastavaa on myös se, että yrittäjä arvostaa yrityksensä huomattavasti arvokkaammaksi, kuin mitä se todellisuudessa on. Asiantuntija 1 antaa esimerkiksi tilanteen, jossa yrittäjä on lukenut lehdestä, että joku on tienannut miljoonan yrityskaupalla, ja yrittäjä uskoo, että hänenkin yrityksestään pitäisi saada näin paljon. Yrittäjän asenteen muuttuminen voi viedä aikaa, ennen kuin yritykselle voidaan määrittää realistinen arvo. Asiantuntija 2:n mielestä on todella vaikeaa löytää ostaja, joka on valmis maksamaan yrittäjän pyytämän hinnan. Myös asiantuntija 3:n mukaan yrittäjä itse arvostaa yrityksensä korkeammalle kuin arvonmäärittäjä. Asiantuntija 3:n mukaan myyjä on muutenkin yrityskaupan isoin ”liikkuva osa”, joka vaikuttaa arvonmäärittämiseseen muun muassa sen kautta, miten toimii kaupan jälkeen.

Myös aikaisemmissa tutkimuksissa ja kirjallisuudessa tunnistettiin vastaavanlaisia erityispiirteitä. Teoreettisessa viitekehyksessä pienyritysten arvonmäärittämisestä erityispiirteiksi mainittiin muun muassa markkinoiden epätäydellisyys ja puutteellinen informaatio, yritysten ainutlaatuisuus sekä tulevien tuottojen arvioinnin vaikeus. Myös yrittäjän merkittävä suhde yritykseen sekä hänen rooli arvonmäärittämisessä nähtiin pienyrityksen erityispiirteinä. Lisäksi epäsymmetrinen informaatio osapuolten välillä vaikuttaa arvonmäärittämiseseen. Myös yritysten kokoluokka demografisena piirteinä aiheuttaa haasteita muun muassa riskin ja likviditeetin kautta arvonmäärittämisessä. Myös yrityksen vertailukelvottomuus nähtiin haasteena. Asiantuntijat mainitsivat useita näistä kirjallisuudessa esiintyneistä haasteista. Eniten näistä haastatteluissa toistuivat yrittäjän rooli, tuottojen epävarmuus ja yritysten vertailukelvottomuus.

### 5.3.3 Arvoon ja arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät

Pienyrityksen arvonmäärityksessä keskeisinä tekijöinä nähdään pitkälti tuotto, sekä erilaiset merkittävät yrityskaupassa arvoon vaikuttavat tilinpäätöserät. Myös yrityksen tulevaisuus sekä yrityskaupan jälkeiseen aikaan liittyvät tekijät nähdään merkittävinä. Vastauksissa nousi esille myös se, että arvoon vaikuttavat tekijät voivat erota esimerkiksi toimialasta, yrityskauppamuodosta tai liiketoiminnan luonteesta riippuen.

Asiantuntija 1:n mielestä pienyritysten arvonmäärityksessä Suomessa on hyvin tyypillistä se, että yrityksen substanssiarvo nousee tuottoarvoa korkeammaksi. Tämä johtuu verotuksesta, kun yritykset pyrkivät monesti tekemään mahdollisimman pientä tulosta. Tällöin arvoon vaikuttavia tekijöitä on monien tase-erien, kuten koneiden ja kaluston, käyvät arvot.

Yrityksen tuotot nousivat yhdeksi merkittävämmäksi arvoon vaikuttavaksi tekijäksi. Asiantuntija 2:n mukaan arvonmäärityksen keskiössä on yrityksen tekemä tuotto. Asiantuntija 2:n mukaan käyttökate kuvaa parhaiten pienyrityksen tuottoa, koska siinä ei huomioida poistoja. Hänen mukaansa oikaistu käyttökate tuottona on arvonmäärityksen perusta. Käytettävästä arvonmääritysmenetelmästä riippuen eri seikat voivat nousta tärkeäksi, mutta tuotto on kuitenkin yleensä keskiössä. Asiantuntija 2 huomauttaa, että vaikka yrityksen tase tulee huomioida yrityksen arvossa, silti yrityksen arvon tulisi perustua myös liiketoimintakaupassa yrityksen tuottoon, eikä omaisuuserien arvoon. Hänen mielestään ei ole kovin järkevää ostaa yrityskaupassa liiketoimintaan kuuluvaa, taseessa olevaa omaisuutta, mikäli ostettava firma ei tuota mitään. Asiantuntija 3:n mukaan arvo muodostuu ensisjaisesti yrityksen tuloslaskelmasta. Hänen mukaansa taas taseen merkitys arvon määräytymisessä vaihtelee huomattavasti toimialoittain. Esimerkiksi taloushallintoalalla taseessa ei välttämättä ole juuri mitään arvokasta. Joskus voi hänen mukaansa olla järkevää jopa ostaa tappiollinen firma, sillä taseessa voi olla jotain ostajalle arvokasta, kuten kalustoa tai sopimuksia, joiden avulla liiketoimintaa voidaan myöhemmin laajentaa. Asiantuntija 2:n mukaan tuottojen merkitys korostuu siinä, kun ostettavan yrityksen pitäisi pystyä liiketoiminnallaan maksamaan kauppahinta ostajalle takaisin. Monesti yrityskauppa on rahoitettu lainarahalla, josta syntyy kustannuksia, jotka tulee myös kattaa liiketoiminnan tuotoilla.

Keskeiset arvoon vaikuttavat tekijät arvonmäärittämisessä eroavat yrityskaupamuodosta riippuen. Liiketoimintakaupassa yrityksen taseella ei ole niin paljoa merkitystä arvonmäärittämisessä, vaan siinä ollaan enemmän kiinnostuneita tuloslaskelman eristä ja tuotoista. Osakekannan kaupassa taas myös taseella on suuri merkitys arvonmäärittämisessä. Asiantuntija 3:n mukaan taseesta tulee laskea ja huomioida käyttöpääoman yli- tai alijäämän arvo, jottei osteta ”rahaa rahalla”. Taseen arvo myös vaihtelee päivittäin, joten arvonmäärittämisessä on merkitystä, mikä valitaan tasepäiväksi tai tehdäänkö esimerkiksi välitilinpäätös arvonmäärittämistä varten. Osakekaupassa tulee myös monesti niin sanotusti siivota tasetta, eli täytyy esimerkiksi poistaa ylimääräistä kalustoa sekä jakaa ylimääräinen raha pois etukäteen. Taseen merkitys on myös hyvin toimialakohtaista. Esimerkiksi taloushallintoalalla taseen arvo voi olla melko mitätön kaluston ja vaihto-omaisuuden osalta, kun taas rakennusliikkeellä voi olla taseessa huomattava määrä omaisuutta.

Merkittävänä arvoon vaikuttavana tekijänä asiantuntija 3 myös nostaa esille yrityskaupan integraation onnistumisen. Mikäli ostettava yritys on helpommin integroitavissa esimerkiksi maantieteellisen sijainnin, henkilöstön osaamisen ja atk-tason osalta, se on arvokkaampi kuin yritys, joissa nämä seikat eivät ole yhtä sopivia, sillä tällaisen yrityskaupan myötä täytyy tehdä huomattavasti enemmän investointeja muun muassa kalustoon, koulutukseen ja brändäämiseen. Eri toimialojen ja liiketoimintatyyppien välillä on myös asiantuntija 3:n mukaan huomattavia eroja näiden arvoon vaikuttavien tekijöiden välillä.

## **5.4 Arvonmäärittämenetelmät**

### **5.4.1 Käytettävät menetelmät**

Pienyrityksen arvonmäärittämisessä käytettävät menetelmät vaihtelivat jonkin verran eri asiantuntijoiden välillä. Vastauksissa korostuivat menetelmät, joita asiantuntijat itse käyttävät käytännön työssään arvonmäärittämistä tehdessään ja jotka he ovat tätä kautta kokeneet toimiviksi. Koska asiantuntijat työskentelevät erilaisissa organisaatioissa, joiden toimintatavat ja prosessit arvonmäärittämisestä osalta saattavat erota toisistaan, käytettävät ja hyväksi koetut menetelmät pienyritysten arvon määrittämiseksi erosivat jonkin verran asiantuntijoiden välillä. Lisäksi ostettavat kohdeyritykset, joiden parissa

he ovat työskennelleet, voivat erota ominaispiirteiltään ja toimialoiltaan, ja näin ollen eri asiantuntijoiden mielipiteet soveltuvista menetelmistä vaihtelivat.

Asiantuntija 1:n mukaan ehdottomasti käytetyin arvonmääritysmenetelmä pienyritysten kohdalla on substanssiarvo. Hän näkee substanssiarvon tärkeimpänä asiana pienyritysten arvonmäärittämisessä. Asiantuntija 1:n mielestä pienyritysten arvonmäärittämisessä painopiste ei saa olla liikaa tilinpäätöstietoihin nojaavassa arvonmäärittämisessä tai tilinpäätösanalyysissä. Hänen mielestään pienyritysten arvoa määrittäessä lähtökohtana on tase, joka oikaistaan käypiin arvoihin. Lisäksi on tärkeää ottaa huomioon liiketoiminnan tulevaisuuden näkymät sekä ennuste yrityksen tulevaisuudesta uuden omistajan käsissä. Kun arvonmääritysmenetelmää sovelletaan, siinä täytyy tarkastella yrityksen todellisia tuloja ja kuluja. Näitä ovat esimerkiksi jo aiemmin mainitut yrittäjän työpanos ja palkka, sekä vuokrien ja ajoneuvojen oikeellisuus.

Asiantuntija 1 huomautti, ettei arvonmäärittäystä voida toteuttaa pelkkään historiaan ja tilinpäätöksiin keskittyen, vaan täytyy ottaa huomioon myös yrityksen tulevaisuus ja se, mihin suuntaan yritys on menossa. Yritystä, joka on tuomassa uutta tuotetta markkinoille, on saatettu esimerkiksi lanseerata ja kehittää vuosia. On panostettu pitkään, että saadaan tuote markkinoille ja nyt sitä ollaan lähdössä myymään. Historiaa ja tilinpäätöksiä tarkasteltaessa tällaisella yrityksellä on vain kuluja, eikä se ole minkään arvoinen, mutta kun myös tulevaisuuden näkymät otetaan huomioon, yritys voi olla hyvinkin arvokas. Tästä syystä asiantuntija 1:n mielestä arvonmäärittäminen tulisi tehdä aina kahdella eri menetelmällä. Hän itse tekee yritykselle aina substanssiarvoon perustuvan arvonmäärittäksen sekä kassavirta-arvioon pohjautuvan tuottoarvon määrittäksen. Substanssiarvoa ja tuottoarvoa voi käyttää tapauskohtaisesti. Yrityksellä voi olla esimerkiksi hyvin mitätön tase verrattuna sen tekemään tulokseen.

Asiantuntija 3:n mielestä paras menetelmä pienyritysten arvonmäärittämisessä on käyttökatekerroin. Käyttökatekertomella arvoa määritettäessä yrityksen käyttökate kerrotaan luvulla, joka kuvaa vuosia tai takaisinmaksuaikaa. Asiantuntija 3:n mukaan sille, mikä tämä luku on, ei ole oikeaa vastausta vaan luvun määrittäminen on aina tapauskohtaista ja siihen vaikuttaa monet eri tekijät. Yrityksen historian lisäksi takaisinmaksuajan määrittämiseen vaikuttavat muun muassa kohdeyrityksen

henkilöstön osaamistaso, tulevaisuuden näkymät sekä yrityksen käyttämän atk:n taso. Kaikkien vaikuttavien tekijöiden summana muodostuu yhteisymmärrys mille tasolle takaisinmaksuaika ja kerroin voisivat asettua.

*”Jos toisen kohdeyrityksen henkilöstö ei ole päivittänyt työskentelytapojaan 20:een vuoteen, käyttää windows 98 -käyttöjärjestelmää, ja kaikki tehdään paperille, vs. liikevaihdoltaan saman kokoinen firma, joka toimii moderneissa tiloissa, kaikki tiedostot ovat pilvipalvelussa ja toimisto on paperiton, järjestelmät ja ERP ovat uudet. Tässä tapauksessa jälkimmäisen yrityksen arvo on paljon suurempi kuin toisen, vaikka niillä olisi samanlaiset tuloslaskelmat. Ulkoisesti ne ovat samanlaisia tilinpäätösinformaatioon perustuen, mutta ne ovat silti aivan eri arvoisia. Toisen kerroin voi olla vaikka 1.5 ja toisen 4. Käyttökatekerroin on yksinkertaisin tapa arvonmäärityksessä ja itsekin lähdin sillä määrittämään yrityksen arvon.”*

Asiantuntija 3:n mielestä pienyrityksen arvonmääritysmenetelmissä on tärkeää helppous ja yksinkertaisuus. Asiantuntija 3:n mukaan hänen käyttämänsä käyttökatekertoimet ovat helppoja sekä toimivia menetelmiä, jotka antavat hyvän vastauksen. Sen jälkeen, kun on tehty korjaukset tuloslaskelmaan ja analysoitu kaikki sen ulkopuoliset tekijät, voidaan avata keskustelu myyjän kanssa ja tuoda näkemys käyttökatekertoimen tasosta. Näin on perusteltua laskea pienyrityksen arvo käyttökatekertoimella, koska sen avulla on helppoa perustella yritykselle arvo. Asiantuntija 3 huomauttaa kuitenkin, että käyttökatekertoimiin perustuvaan arvonmääritykseen liittyy paljon harkintaa ja arvailua, joten se ei ole täysin eksaktia.

Asiantuntija 3 huomauttaa myös, että jos jokin arvonmääritystapa on toiminut yrityskaupassa A, se ei tarkoita etteikö se toimisi yrityskaupassa B, sillä vaikka kohdeyritykset olisivat samankaltaisia, aina on jotain poikkeamia. Kokemus yrityskaupassa auttaa erottamaan nämä poikkeamat. Kokematon arvonmäärittäjä saattaa yrittää toteuttaa arvonmääritystä kaavamaisesti, jonka takia se epäonnistuu. Pitkä kokemus kerryttää listaa mahdollisista erityistapauksista, jolloin ne on helpompi ottaa huomioon ja onnistua arvon määrittämisessä. Arvonmääritykseen ei ole hänen mukaansa yleispäteviä menetelmiä, sillä toimiala, kokoluokka ja muut vastaavat tekijät vaikuttavat aina arvon määrittämiseen. On myös otettava huomioon, että

kauppahinta on neuvottelukysymys, toiset ovat parempia neuvottelijoita ja kaupan toteutuksen helppous vaikuttaa myös myyntihalukkuuteen ja tätä kautta arvoon ja kauppahintaehtoihin.

Asiantuntija 2:n mukaan käytettävät menetelmät vaihtelevat pk-yrityksissä kokoluokan mukaan. Esimerkiksi hieman isommissa pk-yrityksissä yleinen arvonmääritysmenetelmä on EV + oikaistu nettokassa. Myös asiantuntija 2:n mielestä pienempien pk-yritysten kohdalla käyttökatekertoimiin perustuva arvonmääritys on yleistä. Hänen mukaansa kertomalla oikaistua käyttökateetta jollain kertoimella, saadaan tavallaan liiketoiminnan tuottoarvo. Tyypillisesti arvonmääritystä tehtäessä, tämän käyttökatekertoimen avulla saadun tuottoarvon lisäksi tarkastellaan yrityskaupassa siirtyviä omaisuuseriä. Poikkeuksellisen arvokkaat omaisuuserät voivat vaikuttaa yrityksen arvoon. Myös mikäli yritys ei ole tuottanut lähivuosina erityisen hyvin ja tähän on selkeä ja hyväksyttävä syy, ja tase-erien arvo on korkeampi kuin tuottoarvo, voidaan arvoksi määrittää siirtyvien omaisuuserien arvo. Asiantuntija 2:n mukaan kuitenkin perus lähtökohtana pienyrityksen arvonmäärittämisessä on tuottoarvo. Liiketoiminnan tuottoarvo voidaan muuntaa yrityskaupassa osakekannan arvoksi siten, että liiketoiminnan tuottoarvoon lisätään taseessa olevat varat, jotka eivät kuulu suoranaisesti liiketoimintaan (pois lukien vaihto- ja käyttöomaisuus sekä aineettomat oikeudet) ja vähennetään velat.

Asiantuntija 2:n mukaan toinen kohtuullisen yleisesti käytetty arvonmäärittäystapa on P/E-arvo lisättynä taseen ylimääräisellä omaisuusuudella. Tässä menetelmässä katsotaan esimerkiksi viiteomavaraisuusaste, esimerkiksi 30 prosenttia, ja jos yrityksen todellinen omavaraisuus on korkeampi, tällöin voidaan lisätä P/E-arvon päälle näiden erotus. Mikäli kohdeyritys on todella omavarainen, sillä on paljon nettovarallisuutta ja näin ollen siitä voidaan maksaa osakekaupassa enemmän. Toisaalta taas todella velkaisesta yrityksestä ei kannata maksaa yhtä paljoa.

Asiantuntija 2:n mukaan etenkin perheen sisäisessä yrityskaupassa eli sukupolvenvaihdoksessa on yleisesti käytössä verottajan määrittämä osakkeiden arvonmäärittäysmalli, jolla määritetään yrityksen käypä arvo. Menetelmässä lähdetään liikkeelle yrityksen substanssiarvosta ja siinä tarkastellaan myös tuottoarvoa, joka lasketaan kolmen edellisen tilinpäätöksen perusteella. Substanssiarvoa ja tuottoarvoa

verrataan keskenään ja mikäli substanssiarvo on korkeampi, silloin se määrittää osakekannan arvon. Mikäli taas tuottoarvo on korkeampi, osakekannan arvo määritetään substanssi- ja tuottoarvon keskiarvolla. Myös verottaja käyttää tätä menetelmää verotuksen pohjana ja tutkii millaisia hintoja yrityksistä ollaan maksettu.

Myös asiantuntija 2:n mukaan pienyritysten arvonmääritysmenetelmien tulee olla helposti ymmärrettäviä ja ne eivät saa olla liian monimutkaisia, jotta yrittäjä itse ymmärtää ne. Yrittäjä ei useinkaan ole talousasioiden tai yrityskauppojen ekspertti, joten liian hienoja arvonmääritysmalleja on turhaa heille esittää. Hyvä arvonmääritysmalli perustuu siihen, mitä yritys pystyy tuottamaan ja arvonmäärityksen pitäisi pohjautua tavalla tai toisella tuottoon. Asiantuntija 2:n mukaan arvonmääritysmallia käytettäessä on tärkeää huomioida myös se, että millainen tase yrityksellä on, sillä se vaikuttaa merkittävästi arvoon.

Asiantuntijoiden kanssa keskusteltiin myös kirjallisuudessa esitetyistä yleisistä arvonmääritystavoista ja niiden soveltuvuudesta pienyrityksen arvonmäärittämiseen.

#### 5.4.2 Substanssiarvo

Yrityksen Substanssiarvo nähtiin aiemmassa kirjallisuudessa suosittuna tapana määrittää pienyritykselle arvo. Aiemmassa tutkimuksessa se nähtiin hyvänä ja yksinkertaisena menetelmänä, mutta myös melko rajallisena, sillä se ei ota täysin huomioon yrityksen tuottopotentiaalia. Asiantuntija 1:n mielestä yleisin ja tärkein menetelmä pienyrityksen arvonmäärittämisessä on substanssiarvo. Myös asiantuntija 2:n mielestä substanssiarvo on tärkeä. Hän korostaa, että varojen ja velkojen positiivinen erotus on tärkeää osakekaupassa, muttei niinkään liiketoimintakaupassa, sillä liiketoimintakaupassa ostaja saa vain liiketoimintaan kuuluvat erät, eli vaihto- ja käyttöomaisuuden sekä aineettomat oikeudet. Liiketoimintakaupassa rahavarat ja velat eivät siirry ostajalle. Asiantuntija 3:n mukaan substanssiarvon merkitys vaihtelee huomattavasti toimialoittain ja sen mukaan, millaista tulosta yritys tekee. Esimerkiksi taloushallintoalalla taseessa ei ole juuri minkään näköistä varallisuutta, joten taseen substanssiarvo olisi todella matala eikä näin ollen antaisi oikeellista kuvaa yrityksen arvosta. Asiantuntija 3:n mukaan kuitenkin jossain tilanteissa substanssiarvo taas voi soveltua hyvin yrityksen arvon määrittämiseen. Esimerkiksi mikäli yritys tekee



negatiivista tulosta, sen arvoa ei voida määrittää tuloslaskelmaan perustuen, vaan arvonmäärittäminen tulee toteuttaa tasesubstanssiin perustuen. Asiantuntija 3:n mielestä substanssiarvo ei käytännön arvonmäärittämisessä ole kovin yleinen menetelmä.

#### 5.4.3 Suhteellinen arvonmäärittäminen

Aiemmissa tutkimuksissa mainittiin tunnuslukuihin ja markkinahintojen vertailuun perustuvaa suhteellista arvonmäärittäystä käytettävän myös pienyritysten kohdalla. Kirjallisuudessa kuitenkin korostui myös, että pienyritysten kohdalla markkinahintojen saatavuus on heikkoa, joten näiden menetelmien käyttö on hyvin haastavaa ja rajallista.

Asiantuntija 1:n mukaan tunnuslukuihin perustuvaa, suhteellista arvonmäärittäystä ei varsinaisesti käytetä pienyritysten kohdalla. Pienyritysten kohdalla kuitenkin täytyy vertailla tilastoista aikaisempien toteutuneiden kauppajien kauppahintoja, joista nähdään vastaavien yrityksen hintojen keskiarvo. Asiantuntija 2:n mukaan suhteellisella arvonmäärittämisellä on pienyritysten kohdalla merkitystä ainoastaan oikean käyttökatteen määrittämisessä. Myös hänen mukaansa toteutuneiden kauppahintojen vertailu voi olla hyödyllistä, mikäli niitä on saatavilla, mutta kaiken kaikkiaan suhteellisen arvonmäärittäksen merkitys pienyrityskentässä on vähäinen.

Asiantuntija 3:n mielestä käyttökatteisiin perustuva arvonmäärittäminen on todella merkittävää pienyrityskentässä. Yrityksiä vertaillessa voidaan verrata esimerkiksi kulurakenteita yritysten välillä, esimerkiksi suhteuttamalla henkilöstökulut tai liiketoiminnan muut kulut liikevaihtoon. Näin voidaan selvittää, kuinka korkeat palkat yrityksessä on suhteessa muihin yrityksiin tai eroaako työn tehokkuus yritysten välillä. Asiantuntija 3:n mukaan kuitenkin kirjallisuudessa käsiteltävää, esimerkiksi P/E-lukuihin perustuvaa suhteellista arvonmäärittäystä ei käytetä pienyritysten kohdalla. Nämä kuuluvat pörssiyhtiöiden osakkeen arvonmäärittämiseen eivätkä liity yrityskauppoihin.

#### 5.4.4 Tuottoarvomenetelmät

Arvonmäärityksen kirjallisuudessa tuottoarvomenetelmiä, etenkin kassavirtojen nykyarvoon perustuvia menetelmiä, pidetään yleisesti ottaen hyvinä arvonmääritysmalleina. Aiemmassa kirjallisuudessa mainitaan, että diskontattuihin tuottoihin perustuvia arvonmääritysmalleja voidaan käyttää pienyritystenkin kohdalla ja osa tutkijoista on sitä mieltä, että nämä menetelmät soveltuvat hyvin myös pienyrityksen arvonmääritykseen. Näihin menetelmiin liittyy kuitenkin huomattavaa arviointia ja harkinnanvaraisuutta, joten mallit ovat melko alttiita virheille. Nykyarvoon perustuvien menetelmien keskiössä olevien tulevaisuuden tuottojen ja diskonttokoron määrittäminen voi olla haastavaa pienyritykselle. Aiemmista tutkimuksista kävikin ilmi, että pienyrityksistä saatavilla oleva data on usein hyvin rajallista, eikä monimutkaisten tuottoarvomenetelmien käyttö ole usein mahdollista tai järkevää. Asiantuntijoiden mielestä tuottoarvomenetelmät ovat tärkeitä arvonmäärityksessä. Heidän vastauksissaan kuitenkin painottui, ettei monimutkaiset tuottoarvomenetelmät välttämättä sovellu pienyrityskenttään. Kaikki asiantuntijan käyttivätkin tuottoarvon laskemiseen yksinkertaisempia menetelmiä.

Asiantuntija 1 pitää tuottoarvomenetelmiä tärkeänä pienyrityskentässä. Monilla pienyrityksillä ei välttämättä ole mitään substanssiarvoa verrattuna tekemäänsä tulokseen. Esimerkiksi pienessä rakennusliikkeessä ei välttämättä kalustolla ole juurikaan arvoa, mutta se voi silti tehdä merkittävää tulosta ja näin ollen arvonmääritys tulisi tehdä tuottoarvoon perustuen. Hän laskeekin itse aina arvonmääritykselle tuottoarvon kassavirtaan perustuen. Hän huomauttaa, että pienyritysten arvonmäärityksessä tuottoarvoja määritettäessä juurikaan käytetään diskonttausta.

Asiantuntija 3:n mukaan tuottoihin perustuvaa arvonmääritystä tehdään yleensä käyttökatekertoimien kautta, eli lasketaan kuinka paljon yritys tekee käyttökatetta ja kuinka kauan yrityksellä kestää maksaa itsensä takaisin. Takaisinmaksuaika ei saa olla liian suuri, pienyritysten kohdalla se on noin neljästä viiteen vuotta, pienimmissä yrityksissä jopa kaksi vuotta. Pienyrityksen arvonmäärityksessä tulee arvioida, millaista tuottoa se tekee ostohetkellä, ja tämä voi olla hyvin haastavaa. Asiantuntija 3:n mielestä kirjallisuudessa esitetyt hienot laskentamallit ovat pienyritysten kohdalla pelkkää teoriaa, ja esimerkiksi ensimmäisen toimintavuoden aikana yrityskaupan

jälkeen voi tapahtua jotain odottamatonta, joka heikentää tuottoja ja pidentää takaisinmaksuaikaa.

Asiantuntija 3 ei ole urallaan laskenut yhtään arvonmääritystä kassavirtaa, jäännösarvoja ja diskonttausta hyödyntävillä malleilla. Hänen mukaansa myös suurempien yritysten arvo saatetaan määrittää usein käyttökatekertoimilla. Periaatteessa fundamentaalisella tasolla yritysten arvo muodostuu diskontatuista kassavirroista, mutta käytännössä nämä mallit ovat hyvin vaikeita käyttää, sillä ne vaativat kassavirtojen, diskonttauskoron ja jäännösarvojen arviointia. Vaikka teoriassa nämä ovat hyviä malleja, tulee asiantuntija 3:n mukaan ottaa huomioon ns. ”cost of complexity”, eli menetelmiä valittaessa tulee ottaa huomioon se, että monimutkainen menetelmä vaatii enemmän työtä ja aikaa, ja sillä saattaa silti päätyä lähes samaan lopputulokseen kuin yksinkertaisemmalla käyttökatekerroinella. Etenkin pienyritysten kohdalla esimerkiksi käyttökatekerroin arvioi myös tavallaan kassavirtaa, sillä käyttökatteesta jos otetaan poistot ja liikevoiton pois, niin kaikki tuloslaskelmassa on käyttökateen yläpuolella rahaliikennettä. Mikäli ostovelkojen ja myyntisaamisten maksuajat ovat lyhyitä, käyttökateen avulla on helppo arvioida paljon yritys tuottaa vuodessa.

Asiantuntija 3:n mukaan pienyrityskentässä tuottoarvoja käyttää arvonmäärittämisessä esimerkiksi verottaja. Verottaja laskee substanssi- ja tuottoarvon keskiarvolla arvon yritykselle, mutta tämä on asiantuntija 3:n mukaan hyvin pelkistetty tapa, jolla ei usein päästä lähelle todellista arvoa. Myös asiantuntija 2 huomauttaa, että verottaja laskee tuottoarvoja omassa arvonmääritysmallissaan.

Myös asiantuntija 2:n mukaan tuottoarvot huomioidaan arvonmäärittämisessä yksinkertaisimmilla menetelmillä, esimerkiksi käyttämällä juuri käyttökatekertoimia. Asiantuntija 2:n mielestä taas kassavirtojen nykyarvoihin perustuvat tuottoarvomenetelmät kuuluvat ennemminkin suurempien yritysten arvonmäärittämiseen. Hän kuitenkin huomauttaa, että tuottoarvolla voi pienyrityskentässä olla kuitenkin merkitystä rahoituksen näkökulmasta. Mikäli yrityskaupan toteuttamiseksi ostaja tarvitsee lainarahaa, pankki haluaa laskea kassavirtaa, joka uudesta kokonaisuudesta on saatavissa. Pienyrityskentässä tuottoarvo ei kuitenkaan ole kovin merkittävä itse arvonmäärittämisprosessissa. Asiantuntija 2:n

mielestä pienyrityskentässä tulevaisuuden kassavirtoihin tai osinkoihin perustuvia arvonmäärittäjä lasketaankin hyvin vähän. Näin ollen mihinkään tulevaan perustuvaa käytetään hänen mukaansa hyvin vähän pienyritysten arvonmäärittäjässä.

#### 5.4.5 Peukalosäännöt

Teoreettisessa viitekehyksessä nousi esille, että pienyritysten arvonmäärittäjät käyttävät melko yleisesti niin kutsuttuja peukalosääntöjä arvonmäärittäjä työkaluina. Peukalosääntöjen nähdään soveltuvan nimenomaan pienyritysten arvonmäärittäjäseen, sillä ne ovat helppoja, edullisia ja yksinkertaisia käyttää. Kirjallisuudesta ja aiemmista tutkimuksista nousi esille myös juuri menetelmien yksinkertaisuudesta johtuvaa kritiikkiä. Yksinkertaisuuden vuoksi peukalosäännöt ovat hyvin alttiita virheille eikä niitä tulisi käyttää pääasiallisena arvonmäärittäjäkeinona, vaan jonkin toisen menetelmän tukena.

Asiantuntijoiden mielipiteet ja suhtautuminen peukalosääntöihin vaihtelivat melko paljon. Asiantuntijat kritisoivat menetelmien karkeutta, mutta huomauttivat myös, että yksinkertaiset menetelmät voivat myös olla toimivia, sekä helpompia esittää yrittäjälle kuin monimutkaiset kassavirtalaskelmat. Asiantuntija 1 ei itse käytä peukalosääntöjä arvonmäärittäjä tehdessään, sillä ne keskittyvät liikaa yrityksen historiaan ja tilinpäätöksiin. Hän huomauttaa, että käytettäessä karkeita peukalosääntöjä, esimerkiksi yleisesti tunnettua EBIT x 5, yrittäjälle saattaa muodostua virheellinen hintamielikuva yrityksestä, ja hän luulee, että yrityksestä tulisi saada todellista arvoa korkeampi hinta. Asiantuntija 1 sanoo myös, että iso osuus pienyritysten arvonmäärittäjästä on tällaisia peukalosääntöihin perustuvia, ja tällaiset uskomukset EBIT x 5 jäävät helposti elämään yrittäjien keskuudessa.

Myös asiantuntija 2:n mielestä peukalosäännöt ovat todella karkeita arvioita, ja hän huomauttaa, että arvonmäärittäjä tulisi arvioida aina tapauskohtaisesti eikä näin ollen arvoa voida määrittää näin karkeilla menetelmillä. Esimerkiksi yleisesti tunnettu peukalosääntö EBIT x 5 ei ole realistinen, sillä pk-yritysten kohdalla ei asiantuntija 2:n mukaan juurikaan käytetä yli neljän EBITDA-kertoimia. Tämä johtuu siitä, että rahoittajat eivät useimmiten suostu rahoittamaan hankkeita, joiden takaisinmaksuajat

venyvät liian pitkiksi. Aiemmin takaisinmaksuajat ovat saattaneet olla jopa kuusi tai seitsemän vuotta, nykyään viisi vuotta on jo todella pitkä.

Asiantuntija 3:n mukaan tällainen EBIT x 5 peukalosääntö voi olla hyvä menetelmä pienyritysten kohdalla käytettäväksi sellaisten henkilöiden kanssa, joilla ei ole tietämystä yrityskaupoista. Tämän tyyppinen menetelmä on esimerkiksi yrittäjälle helpommin ymmärrettävissä, kuin vaikka kassavirtaan tai substanssiarvoon perustuva arvonmäärittäminen. EBIT x 5 saattaa myös olla realistinen hinta tilanteessa, jolloin ostajan näkemys on myyjän mielestä liian alhainen ja toisin päin. Ostaja voi arvostaa yrityksen esimerkiksi tasolle EBIT x 2 ja myyjä EBIT x 6, jos molemmat tulevat vastaan, arvo saattaa asettua esimerkiksi EBIT x 4 tai 5.

## 5.5 Empiirisen analyysin tulokset

Empiirisen analyysin tavoitteena oli vastata tutkimuskysymyksiin tarkastelemalla asiantuntijoiden mielipiteitä ja aiempaa kirjallisuutta. Tutkielmassa haluttiin tarkastella pienyrityksen arvonmäärittäksen erityispiirteitä ja käytettyjä menetelmiä. Näistä saatiin asiantuntijoiden kanssa keskustelemalla hyvä yleiskuva. Asiantuntijoiden vastauksissa nousi esille pitkälti aiemmassa kirjallisuudessa esiintyneitä seikkoja, mutta heidän vastauksissaan nousi esille myös paljon uusia näkökulmia.

Asiantuntijat tunnistivat omasta käytännön kokemuksestaan pienyrityksille monia erityispiirteitä, jotka vaikuttavat merkittävästi arvonmäärittäykseen. Vastauksista nousi esille yrittäjän merkittävä rooli yrityskaupassa sekä yrittäjän tekemän työpanoksen vaikutus arvonmäärittäykseen. Yrityksen pienestä koosta johtuen yrittäjän käyttäytymisellä voi olla suuri vaikutus yrityksen tulevaisuuteen, arvoon ja liiketoimintaan. Myös yrittäjän suhtautuminen yritykseensä ja hänen näkemyksensä yrityksen arvosta voivat aiheuttaa haasteita.

Yhtenä merkittävänä haasteena arvonmäärittäyksessä mainittiin yrittäjän työpanos. Pienyrityksen omistaja saattaa olla yrityksen ainut työntekijä ja hänen työpanoksensa voi olla merkittävä. Kun yritys myydään ja yrittäjän tilalle palkataan ulkopuolista työvoimaa, yhdellä työntekijällä ei pystytäkään korvaamaan yrittäjän työpanosta. Näin

ollen palkka-, ja henkilöstökulut nousevat paljon odotettua korkeammaksi, kun yhden työntekijän sijasta täytyykin palkata useampia henkilöitä aikaisemman omistajan työpanoksen kattamiseksi.

Asiantuntijoiden mielestä arvonmäärittämisessä on ensiarvoisen tärkeää kerätä kaikki mahdollinen tieto yrityksestä. Pienyritysten kohdalla kuitenkin informaation saatavuus voi olla heikkoa, ja tarvittavien tietojen saamiseksi tuleekin olla vuorovaikutuksessa yrittäjän kanssa. Myös tilinpäätösinformaation saatavuus ja laatu voivat aiheuttaa haasteita, mutta pääasiallisesti tilitoimistot tuottavat nämä laadukkaasti.

Yritysten keskinäinen vertailukelvottomuus erityispiirteenä mainittiin jo aiemmissa tutkimuksissa. Asiantuntijat näkivät sen yhtenä merkittävimmistä haasteista pienyrityksen arvonmäärittämisessä. Pienyrityksen tilinpäätökseen voi liittyä huomattavaa tulkinnanvaraisuutta, ja luotettavan kuvan saamiseksi yritysten tilinpäätösten oikaiseminen on erittäin tärkeää.

Myös yrityksen tulevaisuuden arviointi sekä tuleviin tuottoihin liittyvä epävarmuus nähtiin merkittävänä haasteena arvonmäärittämisessä. Pienyrityksessä epävarmuutta aiheuttavat tekijät vaikuttavat huomattavan paljon tuottoihin. Epävarmuuden nähtiin kuitenkin vaihtelevan toimialoittain.

Suurena haasteena koettiin myös sellaiset asiat, joita ei voida suoraan nähdä tilipäätösluvuista. Näitä olivat esimerkiksi siirtyvät verovastuut sekä henkilöstön osaamistaso. Näiden selvittäminen on erittäin tärkeää arvonmäärittäksen onnistumisen kannalta.

Aiemmassa kirjallisuudessa esiintyneet ja asiantuntijoiden esille tuomat erityispiirteet ja haasteet ovat esitetty taulukossa 1.

**Taulukko 1. Pienyrityksen arvonmäärityksen haasteet.**

Aiemmassa kirjallisuudessa	Asiantuntijoiden mainitsemat
mainitut haasteet ja erityispiirteet	haasteet ja erityispiirteet
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Yrittäjän merkittävä rooli yrityksessä</li> <li>• Datan ja tilinpäätöstietojen rajallisuus</li> <li>• Markkinahintojen puute</li> <li>• Huono vertailukelpoisuus</li> <li>• Tuottojen arviointi epävarmaa</li> <li>• Rajalliset syöttötiedot arvonmääritykselle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Yrittäjän työpanos ja merkittävä rooli yrityksessä</li> <li>• Datan ja tilinpäätöstietojen heikko saatavuus</li> <li>• Yritysten vertailukelvottomuus</li> <li>• Tulevaisuuteen ja tuottoihin liittyvä epävarmuus</li> <li>• Asiat joita ei nähdä tilinpäätösluvuista</li> </ul>

Asiantuntijoiden mielipiteet pienyrityksen arvonmääritysmenetelmistä vaihtelivat. Asiantuntijoiden mukaan yleisesti käytettyjä menetelmiä ovat substanssiarvo, kassavirran pohjalta laskettava tuottoarvo, käyttökatekertoimet, EV + oikaistu nettokassa, P/E-arvo lisättynä taseen ylimääräisellä omaisuudella sekä verottajan määrittämä arvonmääritysmalli.

Eräs asiantuntijoista tekee arvonmäärityksen aina perustuen sekä substanssiarvoon, että kassavirran pohjalta laskettuun tuottoarvoon. Näin siinä tulee huomioitua sekä taseen varallisuus että tulevaisuuden tuottopotentiali. Hän itse näkikin, ettei arvonmääritys saa nojata liikaa tilinpäätöksiin ja historiaan.

Asiantuntijoiden vastauksissa nousi huomattavan paljon esille käyttökatekertoimet arvonmääritysmenetelmänä. Käyttökatekertoimen käyttöä arvonmäärityksessä perusteltiin sillä, että ne ovat helppoja, mutta toimivia menetelmiä ja niiden avulla

voidaan perustella hyvin yrityksen arvo yrityskaupassa. Käyttökatekertoimilla saadaan tavallaan määritettyä liiketoiminnalle tuottoarvo.

Muita mainittuja menetelmiä olivat suurempien pienyritysten arvonmäärittämisessä käytettävä EV + oikaistu nettokassa, sekä omavaraisuusasteen vertailuun perustuva P/E-arvo lisättynä taseen ylimääräisellä omaisuudella. Lisäksi etenkin perheen sisäisissä sukupolvenvaihdoksissa käytetään yleisesti verottajan osakkeen arvonmäärittäsmallia, jossa substanssi- ja tuottoarvoa verrataan keskenään.

Aiemmassa kirjallisuudessa käsitellyistä menetelmistä substanssiarvo nähtiin tärkeänä pienyrityskentässä. Substanssiarvon merkitys kuitenkin vaihtelee toimialoittain ja yrityskauppamuodon mukaan. Tasesubstanssin määrä on tietyillä toimialoilla huomattavasti merkittävämpi kuin toisilla. Substanssiarvo on tärkeämpi osakekaupassa kuin liiketoimintakaupassa.

Suhteellinen arvonmäärittäminen ei asiantuntijoiden mukaan kuulu pienyrityskenttään vaan liittyy enemmänkin pörssiyritysten arvonmäärittämiseen. Pienyritysten kohdalla suhteellista arvonmäärittämistä käytetään käyttökatekertoimen määrittämiseen sekä toteutuneiden yrityskauppojen vertailuun ja keskiarvohinnan laskemiseen.

Nykyarvoihin perustuvia tuottoarvomenetelmiä on yleisesti kirjallisuudessa pidetty parhaina arvonmäärittämenetelminä ja niitä on suositeltu käytettäväksi myös pienyrityksen arvonmäärittämisessä. Asiantuntijoiden mukaan nämä menetelmät ovat liian monimutkaisia pienyrityskenttään, sekä sisältävät liikaa harkinnanvaraisuutta ja arviointia syöttötietojen osalta. Tuottoarvoa pidettiin yleisesti erittäin tärkeänä pienyrityksen arvonmäärittämisessä, mutta sitä lasketaan huomattavasti yksinkertaisimmilla menetelmillä, kuten pelkän kassavirran pohjalta tai käyttökatekertoimia käyttäen.

Yksinkertaisiin peukalosääntöihin, kuten  $EBIT \times 5$ , perustuvia arvonmäärittäksiä tehdään paljon pienyrityskentässä. Asiantuntijat eivät kuitenkaan itse näitä käyttäneet, sillä ne ovat liian karkeita arvioita yrityksen arvosta. Esimerkiksi  $EBIT \times 5$  ei ole realistinen arvo monellekaan pienyritykselle, ja tämän tyyppisten menetelmien käytöstä voi syntyä yrittäjille virheellinen hintamielikuva. Tämän tyyppisellä



menetelmällä saatu arvo on kuitenkin helpommin ymmärrettävissä yrittäjälle, kuin monimutkaisemmilla menetelmillä.

Taulukossa 2 on esitetty kirjallisuudessa ja haastatteluissa esiin nousseita menetelmiä.

**Taulukko 2. Pienyrityksen arvonmäärityksessä käytetyt arvonmääritysmenetelmät.**

Aiemmissa tutkimuksissa mainitut menetelmät	Asiantuntijoiden käyttämät menetelmät
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taseeseen ja varallisuuteen perustuvat menetelmät, esim. substanssiarvo</li> <li>• Tuottoarvomenetelmät, esim. DCF-malli ja tuottokertoimet</li> <li>• Markkinahintoihin ja tunnuslukuihin perustuvat menetelmät</li> <li>• Peukalosäännöt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Substanssiarvo</li> <li>• Kassavirtaan perustuva tuottoarvo</li> <li>• Käyttökatekertoimet</li> <li>• EV + oikaistu nettokassa</li> <li>• P/E -arvo lisättynä taseen ylimääräisellä omaisuudella</li> <li>• Verottajan arvonmääritysmalli</li> </ul>

Asiantuntijoiden vastauksista toistui samoja teemoja arvonmäärityksen ja menetelmien osalta. Pienyrityksen arvonmäärityksessä on ensiarvoisen tärkeää hyvän kokonaiskuvan saaminen yrityksestä ja edellä mainitut erityispiirteet tulee ottaa huomioon. Tilinpäätökset tulee olla oikaistu oikeelliseen muotoon ja yrityksen todelliset kulut ja tilinpäätösten harkinnanvaraiset erät tulee ottaa huomioon. Tulevaisuutta ja tuottoja täytyy arvioida huolellisesti, ja arvonmääritystä tulee tarkastella tapauskohtaisesti. Menetelmien osalta tärkeäksi koettiin, että ne ovat tarpeeksi yksinkertaisia ja helppoja käyttää, mutta antavat silti hyvän tuloksen. Käytettyjen menetelmien tulee ottaa yrityksen tulevaisuus ja tuottopotentiali huomioon, eikä nojata liikaa menneeseen. Arvonmääritysmenetelmän käytössä tulee myös huomioida yrityksen tase, eikä pelkkiä tuottoja. Myös menetelmän toimivuus

voi olla hyvinkin tapauskohtaista, ja arvonmääritykset eivät olekaan veljeksiä keskenään.

## 6 YHTEENVETO

Tässä kappaleessa käydään läpi tutkimuksen tutkimuskysymykset ja vastataan niihin teoreettisen viitekehyksen sekä aiemmassa kappaleessa kerättyjen tutkimustulosten pohjalta. Lisäksi pohditaan, mihin tämän tutkimuksen tuloksia voidaan hyödyntää liike-elämässä. Tässä kappaleessa tarkastellaan myös tutkimukseen kohdistuvia rajoituksia ja perustellaan tutkimuksen luotettavuutta. Lopuksi pohditaan vielä mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

### 6.1 Teoreettiset johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia pienyrityksen arvonmäärittämisprosessia yrityskaupassa ja selvittää, millaisia haasteita ja erityispiirteitä liittyy pienyrityksiin ja niiden arvon määrittämiseen. Lisäksi pyrittiin tutkimaan, millaisilla menetelmillä pienyrityksen arvo voidaan määrittää ja mitkä menetelmät siihen parhaiten soveltuvat. Näihin kysymyksiin vastausta lähdettiin ensin hakemaan kirjallisuudesta. Tutkimalla aiempaa kirjallisuutta ja tieteellisiä tutkimuksia, havainnollistettiin ensin yrityskauppaprosessia ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Näin saatiin muodostettua laajempi kuva arvonmäärittäykseen liittyvistä tekijöistä. Seuraavaksi käsiteltiin laajasti arvonmäärittäystä prosessina sekä tunnetuimpia kirjallisuudessa käsiteltyjä arvonmäärittäyksen menetelmiä. Näiden pohjalta muodostettiin hyvä yleiskuva arvonmäärittäyksen mekanismeista ja toimintaperiaatteista, sekä siihen vaikuttavista tekijöistä. Seuraavaksi käytiin läpi aiempia pienyritysten arvonmäärittäykseen liittyviä tutkimuksia ja kerättiin tietoa jo tiedossa olevista erityispiirteistä sekä arvonmäärittämismenetelmistä. Lopuksi teoriaa täydennettiin tutkimuksessa kerätyn empiirisen aineiston pohjalta.

Ensimmäinen tutkimuskysymys pyrki selvittämään, millaisia haasteita ja erityispiirteitä liittyy pienyrityksen arvonmäärittäykseen. Tutkimuksessa havaittiin pienyrityksiin liittyvän monia haasteita ja erityispiirteitä, joilla on vaikutusta yrityksen arvonmäärittäykseen. Tutkimuksen perusteella pienyrityksen arvonmäärittäyksen voidaan sanoa poikkeavan merkittävästi suurempien yritysten arvonmäärittäyksestä erityispiirteidensä vuoksi. Devaneuyn (2003) mukaan yrityksen kokoluokka onkin piirre, jolla on vaikutusta arvonmäärittäykseen ja menetelmien soveltuvuuteen, ja siksi

pienyrittäjien arvonmääritys poikkeaa suurempien yritysten arvonmäärityksestä. Devauneyn (2003) mukaan pienissä yrityksissä myös yrittäjällä on arvonmäärityksessä merkittävä rooli, sillä hänen asenteensa yrityksestä luopumiseen voi aiheuttaa haasteita. Yrittäjän roolin vaikutus arvonmääritykseen ei noussut merkittävällä tavalla esiin kirjallisuudessa, vaikka se kuitenkin mainittiin. Asiantuntijat taas tunnistivat yrittäjään liittyvät seikat merkittävimmäksi haasteeksi pienyritysten arvonmäärityksessä. Yrittäjän käyttäytyminen ja suhtautuminen yritykseensä ja sen arvoon, sekä etenkin yrittäjän tekemä työpanos ja yrityksestä nostettu palkka olivat kaikki merkittäviä seikkoja.

Brönsel ym. (2012) tunnistivat merkittäväksi haasteeksi myös markkinoiden epätäydellisyyden sekä pienyritysten ainutlaatuisuuden. Myös Dukes (2001), sekä Devaneuy (2003) tunnistivat tämän haasteen. Epätäydellisten markkinoiden johdosta yrityksille ei välttämättä ole tarjolla vertailukelpoisia markkinahintoja, joten arvon määrittäminen markkinahintoihin perustuen voi olla haastavaa. Dukes (2001) ja Devauney (2003) ovatkin tunnistanee yhdeksi pienyritysten erityispiirteeksi niiden keskinäisen vertailukelvottomuuden, jonka johdosta on tärkeää oikaista tilinpäätökset vertailukelpoisuuden parantamiseksi. Asiantuntijoiden mielestä yritysten vertailukelvottomuus oli myös eräs merkittävimmistä haasteista arvonmäärityksessä, ja asiantuntijat painottivatkin tilinpäätösten oikaisemisen tärkeyttä.

Aiemmasta kirjallisuudesta ja tutkimuksista kävi ilmi, että eräs haaste pienyrityksen arvonmäärityksessä on informaation ja tilinpäätöstietojen puutteellisuus sekä saatavuus. Muun muassa Devaney (2003) mainitsi arvonmäärityksen kannalta merkittäväksi haasteeksi informaation puutteellisuuden pienyritysten kohdalla, sekä informaation epäsymmetrisyyden, joka voi vääristää yrityksen arvoa. Myös Brösel ym. (2012) sekä Collis ja Jarvis (2002) mainitsivat merkittäväksi haasteeksi tilinpäätösinformaation heikomman laadun ja saatavuuden. Myös Petersen ym. (2006) mainitsivat, että pienyritysten tilinpäätösten laatu voi olla heikkoa, jonka johdosta yritysten analysointi ja esimerkiksi tuottojen ennustaminen on vaikeaa. Myös asiantuntijat tunnistivat tämän ongelman, ja heidän mukaansa arvonmäärityksen kannalta tärkeän informaation saatavuudessa ja laadussakin voi olla haasteita. Asiantuntijoiden mukaan tämä ei kuitenkaan ole kovin merkittävä ongelma, sillä tilitoimistot tekevät nykypäivänä hyvää jälkeä.

Brösel ym. (2012) sekä Collis ja Jarvis (2002) mainitsivat suureksi haasteeksi tuottojen arviointiin liittyvän epävarmuuden. Tämä asettaa haasteita myös tuottoihin pohjautuvien arvonmäärittäjäkalujen käytölle. Asiantuntijat pitivät tulevaisuuden tuottojen arviointia erittäin merkittävänä haasteena pienyritysten kohdalla. Ylipäänsä kaikkeen tulevan ennakkointiin nähtiin liittyvän paljon epävarmuutta ja tämä epävarmuus vaikuttaa tuottoihin erityisen paljon pienyrityksillä. Asiantuntijoiden vastauksissa nousi esille haasteina ylipäänsä sellaiset asiat, joita ei näy suoraan tilinpäätösluvuista, ja tämän takia yrityksestä tuleekin hankkia kaikki mahdollinen tieto, jotta arvonmäärittäminen onnistuu.

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen saatiin näin ollen aiemman kirjallisuuden ja tämän tutkimuksen empirian pohjalta vastaus. Pienyrityksen arvonmäärittäminen liittyviä erityispiirteitä ja haasteita ovat yrittäjän rooli arvonmäärittämisessä, epätäydelliset markkinat, vertailukelvottomuus, käytettävissä olevan datan ja tilinpäätösinformaation saatavuus ja laatu, sekä tulevaisuuden ja odotettavissa olevien tuottojen arvioinnin vaikeus. Näistä merkittävimpiä olivat asiantuntijoiden mukaan yrittäjä, vertailukelvottomuus sekä tuotot. Nämä tunnistetut haasteet aiheuttavat rajoitteita myös arvonmäärittämenetelmien soveltamiselle. Yritysten vertailukelvottomuus ja markkinahintojen puutteet vaikeuttavat vertailuun perustuvaa suhteellista arvonmäärittäystä. Huonolaatuinen tilinpäätösinformaatio vaikeuttaa myös useiden menetelmien käyttöä, jos menetelmien vaatimia syöttötietoja ei ole saatavilla. Tulevaisuuden tuottojen ennustamisen haasteet vaikeuttavat taas tulevaisuuden tuottoihin perustuvien tuottoarvomenetelmien käyttöä.

Toisen tutkimuskysymyksen avulla oli tarkoitus selvittää, millaisia menetelmiä pienyrityksen arvonmäärittämisessä käytetään. Aiemmassa kirjallisuudessa nousi esiin soveltuvia menetelmiä laidasta laitaan. Soveltuvia tapoja ovat muun muassa erilaiset kirjanpito- tai substanssiarvoon ja varallisuuteen perustuvat menetelmät, markkinoilla olevien vertailukelpoisten yritysten hintoihin perustuvat menetelmät sekä tuottoihin perustuvat menetelmät. (Pricer ym., 1987; Dukes, 2001.) Burns ja Walkerin (1991) mukaan käytettävien menetelmien skaala vaihtelee yksinkertaisista peukalosäännöistä monimutkaisiin kassavirtojen nykyarvomenetelmiin. Devaneuyn (2003) mukaan pienyrityksen arvonmäärittämisessä voidaan käyttää sekä historiaan perustuvia

menetelmiä, kuten substanssiarvoa, että tulevaisuuteen nojaavia menetelmiä, kuten tuottoarvoa.

Aiemmista tutkimuksista kävi myös ilmi, ettei mikään yksittäinen menetelmä ole ylivoimainen pienyrityksen arvon estimoinnissa, ja että käytettävän menetelmän soveltuvuus on täysin riippuvainen kohdeyrityksestä ja sen erityispiirteistä, kuten toimialasta. (Devaney, 2003; Pricer ja Johnson, 1997.) Devaneuyn (2003) mukaan onkin tärkeää laskea arvoa useammalla menetelmällä, ja arvonmäärittäjän tulee punnita menetelmän soveltuvuutta sekä huomioida saatavan datan ja arvonmäärittystavan rajoitukset.

Aiemmissa tutkimuksissa pienyrityksen arvonmäärittämiseen soveltuvien menetelmien skaala oli hyvin laaja. Asiantuntijoiden vastauksissa taas painottuivat muutamat menetelmät eikä käytännön arvonmäärittämisessä pienyrityskentässä käytetä kovin laajasti erilaisia menetelmiä. Asiantuntijoiden mukaan käytettyjä menetelmiä ovat substanssiarvo, kassavirran pohjalta laskettu tuottoarvo (ei diskontattu), erilaiset käyttökatekertoimet, liiketoiminnan arvoon (EV+ nettokassa), sekä omavaraisuuteen perustuvat (P/E-arvo + taseen ylimääräinen omaisuus), sekä verottajan osakkeen arvonmäärittäysmalli.

Aikaisemmassa tutkimuksessa esiintyneistä menetelmistä substanssiarvoa pidettiin tärkeänä työkaluna pienyritysten arvonmäärittämisessä. Suhteellista, vertailuun perustuvaa arvonmäärittäystä taas ei asiantuntijoiden mukaan käytetä juurikaan pienyrityskentässä vaan se on enemmänkin pörssiyritysten hinnoittelussa käytetty työkalu. Kirjallisuudessa esiintyneitä tuottojen nykyarvoon perustuvia menetelmiä ei asiantuntijoiden mukaan myöskään käytetä pienyrityksen arvonmäärittämisessä, sillä ne ovat liian monimutkaisia työkaluja. Tuottoarvo itsessään on erittäin tärkeä, mutta sitä lasketaan yksinkertaisempia kassavirtalaskelmia ja käyttökatekertoimia käyttäen. Asiantuntijoiden mukaan yksikertaisiin peukalosääntöihin perustuvat menetelmät ovat yleisesti käytettyjä, vaikkeivat he itse näitä käyttä.

Aiemmissa tutkimuksissa nousi esille runsaasti erilaisia menetelmiä ja teoreettisella tasolla pienyrityksen arvo voitaisiin määrittää todella sivistyneitä arvonmäärittämiselle, kuten kassavirtojen diskonttausta käyttäen. Kuitenkin

empiirisen tutkimuksen pohjalta on perusteltua sanoa, että käytännön tasolla arvonmäärittämisessä käytetään huomattavasti yksinkertaisempia menetelmiä. Empiirisessä tutkimuksessa nousi esille, että pienyrityksen arvonmäärittämismenetelmän tulee olla helposti ymmärrettävä ja yksinkertainen, sekä helppo käyttää. Monimutkaisien menetelmien käyttöön vaadittavat syöttötiedot ovat usein puutteelliset pienyritysten kohdalla, sekä näiden työkalujen käyttö vaatii huomattavan määrän olettamia ja harkinnanvaraisuutta. Pienyritysten kohdalla esimerkiksi pääomakustannuksia ja tuottoja voi olla hankala arvioida ja niihin liittyy paljon epävarmuutta. Näin ollen monimutkaisten menetelmien luotettavuus kärsii. Lisäksi yksinkertaisimmilla menetelmillä, kuten substanssiarvolla tai käyttökatekertoimella voidaan lopulta päästä lähes samaan lopputulokseen kuin monimutkaisella arvonmäärittämisavulla. Tutkimuksessa haastateltavat yrityskauppa-, ja arvonmäärittämisalan ammattilaiset käyttävät itse työssään suhteellisen helppoja menetelmiä.

Tutkimuksessa nousi esille myös se, että arvonmäärittämismenetelmän soveltuvuuden lisäksi arvonmäärittämisessä on ensiarvoisen tärkeää arvonmäärittäjän asiantuntemus, sekä kyky analysoida kyseistä arvonmäärittämisessä kohdetta. Arvonmäärittäjän tulee analysoida saatavilla olevaa dataa ja valita kyseiseen arvonmäärittämiseseen soveltuva arvonmäärittämismenetelmä, sekä punnita datan validiutta ja menetelmän toimivuutta kyseisessä arvonmäärittämisessä. Arvonmäärittäjän tulee myös ottaa huomioon menetelmien tekemät oletukset ja mahdolliset rajoitukset. Esimerkiksi tuottoarvomenetelmät olettavat yrityksen arvon muodostuvan tulevista kassavirroista arvostettuna nykyhetkeen. Mikäli arvonmäärittämismenetelmän käyttämät syöttötiedot, esimerkiksi kassavirrat muuttuvat merkittävästi, arvonmäärittämisessä tuottama arvo ei ole enää oikeellinen. Lisäksi arvonmäärittämismenetelmät olettavat monien yrityksen arvoon vaikuttavien tekijöiden pysyvän ennallaan arvonmäärittämisessä ja yrityskaupan jälkeen. Arvonmäärittämismenetelmät eivät ota huomioon mahdollisia muutoksia liiketoiminnassa, markkinassa, eikä sitä, että asiakkaita tai tärkeää henkilöstöä saattaa lähteä yrityksestä. Nämä muutokset vaikuttavat merkittävästi yrityksen arvoon, ja arvonmäärittäjän onkin erittäin tärkeää huomioida tällaiset riskit arvonmäärittämisessä.

Tässä tutkielmassa haluttiin selvittää, millaisia erityispiirteitä ja haasteita pienyrityksen arvonmäärittämiseen liittyy ja millaisia työkaluja pienyrityksen arvonmäärittämisessä käytetään. Tutkimuksessa tunnistettiin useita pienyrityksen arvonmäärittämiseen vaikuttavia erityispiirteitä. Vaikka teoriatasolla pienyrityksen arvonmäärittämiseen voidaan nähdä sovellettavan huomattavasti erilaisia menetelmiä, kuitenkin edellä mainituista erityispiirteistä johtuen arvonmäärittämiseen liittyy rajoitteita, joten käytännön tasolla pienyrityksen arvoa määritetään hyvin yksinkertaisia työkaluja käyttäen.

## **6.2 Tulosten hyödyntäminen**

Tämän tutkimuksen tuloksia voidaan hyödyntää esimerkiksi jatkotutkimusaiheiden parissa. Tutkielman tuloksista muodostui hyvä yleiskuva pienyrityksen arvonmäärittämisen erityispiirteistä ja käytettävistä arvonmäärittämisen työkaluista. Tutkimuksen pohjalta on hyvä lähteä tekemään tarkemmin rajattua tutkimusta näistä aiheista. Jatkotutkimusaiheita käsitellään tarkemmin luvussa 6.4.

Tutkimuksessa nousi esille tärkeinä pienyrityksen arvonmäärittämisen erityispiirteinä yrittäjän rooli ja työpanos, vertailukelvottomuus, informaation rajallisuus ja tuottojen ennakoinnin vaikeus. Näitä erityispiirteisiin liittyviä tuloksia voivat hyödyntää esimerkiksi yrityskauppoihin tähtäävät yrittäjät, jotka voivat näistä tunnistaa oman yrityksensä arvonmäärittämisen ongelmakohtia ja pyrkiä parantamaan yrityksensä läpinäkyvyyttä arvonmäärittämisen osalta. Yrittäjä voi esimerkiksi pyrkiä asettamaan oman työpanoksensa ja palkkansa oikeelliselle tasolle, palkkaamalla esimerkiksi lisää työvoimaa ja näin huomioimaan työpanoksensa vaikutuksen tulevaan kauppahintaan. Myös tuottamalla tilinpäätökset laadukkaalla tilitoimistolla yrittäjä voi parantaa läpinäkyvyyttä ja helpottaa myös tulevaisuuden tuottojen arviointia. Myös tutustumalla tutkimuksen tuloksiin käytettävien menetelmien osalta, yrittäjät voivat paremmin ymmärtää millaisilla keinolla arvo määritetään ja mitkä tekijät vaikuttavat yrityksen arvoon.

Arvonmäärittäystä tuottavat tahot voivat hyödyntää tuloksia laajentamaan heidän näkemyksiään yrityskauppaan ja arvonmäärittämiseen vaikuttavista tekijöistä ja haasteista, sekä näin parantamaan omaa toimintaansa ja menettelytapojaan. Erilaisten



haasteiden ja erityispiirteiden tunnistamisella esimerkiksi menetelmien kehittäminen ja niiden soveltaminen voi olla helpompaa ja arvonmäärittämisestä voidaan saada luotettavampi tulos.

Tutkimuksen tuloksia voidaan myös hyödyntää arvonmäärittämiseen liittyvässä opetuksessa. Tutkimuksesta kävi hyvin ilmi teoreettisen ja käytännön tason arvonmäärittämisero. Alan oppikirjoissa ja tutkimuksessa painotetaan pitkälti tuottojen nykyarvoon perustuvien menetelmien, kuten DCF-menetelmän ylivertaisuutta. Vaikka nämä fundamentaalisella tasolla ovatkin toimivia, käytännön arvonmäärittämisessä käytetään kuitenkin huomattavasti yksinkertaisempia menetelmiä. Todella sivistyneisiin ja monimutkaisiin menetelmiin liittyy huomattavaa harkinnanvaraisuutta ja olettamia, ja esimerkiksi tuottojen ja diskonttokoron määrittäminen on käytännön työssä hyvin hankalaa.

### **6.3 Tutkimuksen rajoitukset ja luotettavuus**

Tutkimuksen luotettavuutta voidaan perustella sillä, että tutkimuksen teoreettinen viitekehys on rakennettu perustuen yrityskauppoja ja arvonmäärittäystä käsitteleviin oppikirjoihin, sekä aihetta tutkineisiin tieteellisiin artikkeleihin. Tutkimuksessa on käytetty myös muutamia internet-lähteitä, sillä tutkimuksessa käsiteltiin yrityskauppoja ja arvonmäärittäystä haastatteleamalla suomalaisia asiantuntijoita ja taustalle täytyi kerätä tietoa suomalaisista käytännöistä yrityskauppoihin ja arvonmäärittämiseen liittyen. Näin ollen tietoa on haettu jonkin verran muun muassa Verottajan, Suomen yrittäjien sekä Tilastokeskuksen sivuilta.

Tutkimuksen aineiston keruu on suunniteltu huolella ja noudattaen yleisesti laadullisen tutkimuksen menettelyjä. Otanta on tehty hyvin harkinnanvaraisesti, ja aineistoa on kerätty vain asiantuntevilta eksperteiltä. Tutkielmassa haastatellut henkilöt on valittu sillä perusteella, että kaikki toimivat tunnetuissa asiantuntijaorganisaatioissa, jotka toimivat yrityskauppojen ja arvonmäärittäysten saralla. Näin ollen asiantuntijoilla on ensi käden kokemusta yrityskaupoista ja arvonmäärittämisestä. Jokaisella asiantuntijalla oli useamman vuoden kokemus näiden teemojen parissa työskentelystä. Kerätyn aineiston perustuen asiantuntijalausuntoihin, voidaan sanoa aineiston olevan luotettavaa.

Aineiston analyysi on toteutettu teemoittain läpikäymällä aiempien tutkimusten pohjalta kerättyä teoriaa sekä asiantuntijahaastatteluilla kerättyä empiiristä aineistoa. Näin ollen tutkittavan aiheen käsittelyssä muodostuu vuoropuhelua aiemman kirjallisuuden ja asiantuntijoiden näkemysten välille. Aiempi teoria loi tutkimukselle runkoa ja sillä voidaan hyvin perustella empiriassa esiin tulevia seikkoja. Asiantuntijoiden mielipiteet taas tuovat tutkielmaan käytännön näkökulmaa, ja yhdessä näistä muodostuu luotettava teorian ja empirian kokonaisuus.

Tutkimukseen liittyy kuitenkin myös rajoituksia. Tutkimusaihe oli melko geneerinen, koska siinä tutkittiin pienyrityksen arvonmäärittystä melko yleisellä tasolla. Tutkittava aihe oli joiltain osin liian laaja, ja näin ollen ei pystytty syventymään mihinkään yksityiskohtaan todella tarkasti. Tutkimuksesta nousi kuitenkin paljon hyviä jatkotutkimusaiheita, joista voidaan tehdä huomattavasti rajatumpia tutkimuksia. Kuitenkin liian tarkkaan rajattuun aiheeseen olisi voinut olla haastava löytää tarpeeksi aiempia tutkimuksia ja relevanttia dataa.

Koska tutkielmassa käsiteltiin arvonmäärittystä haastatteleamalla Suomessa toimivia arvonmäärittelyn asiantuntijoita, teoreettisen viitekehyksen rakentaminen oli hieman haastavaa. Tutkimuksia suomalaisista pienyrityskaupoista ja arvonmäärittelysistä ei juurikaan löytynyt, ja näin ollen teoriaosuudessa käytettiin kansainvälisiä tutkimuksia. Näin ollen teoreettisen viitekehyksen luotettavuus kärsii hieman, sillä esimerkiksi laki- ja verotuskäytännöt vaihtelevat eri maiden välillä eikä näin ollen esimerkiksi jokin arvonmäärittelyn haaste välttämättä ole yhtä merkittävä eri maissa. Teoriaosuutta täydennettiin kuitenkin jonkin verran suomalaisella yrityskauppakirjallisuudella, sekä suomalaisilla internetlähteillä, jotta kokonaiskuvaa saatiin selkeämmäksi.

Yksi tutkimusta rajoittava tekijä on myös käytetyn aineiston hyvin pieni koko. Tässä tutkielmaan saatiin haastattelu kolmelta yrityskauppa-asiantuntijalta. Tutkielman aineiston keruu tapahtui juuri maailmanlaajuisen covid-19 pandemian alettua, ja näin ollen paljon ihmisiä oli lomautettuina sekä kiireisinä, ja relevantteja haastateltavia ei juurikaan löytynyt tai suostunut haastatteluun. Todella pienen otannan vuoksi aineistossa esiintyvät mielipiteet helposti korostuvat ja saattavat näin ollen joiltain osin vääristää empiiristä tutkimusta. Laadullisessa tutkimuksessa ei kuitenkaan välttämättä ole tarkoitus etsiä tieteellisiä yleistyksiä, joten harkinnanvaraisella otannalla kerätyn

aineiston ei tarvitse olla kovin mittava. Myöskin kerätyn aineiston perustuessa asiantuntijoiden mielipiteisiin, suuressa aineistossa saattaa nousta jatkuvasti uusia seikkoja esille, ja se saattaisi muodostua liian laajaksi. Kaikilta tässä tutkimuksessa haastatelluilta asiantuntijoilta saatiin kuitenkin todella kattavat vastaukset, ja käytetty aineisto oli sen pohjalta relevanttia tähän tutkimukseen.

#### **6.4 Jatkotutkimusaiheet**

Tässä tutkielmassa tutkittiin melko yleisellä tasolla pienyrityksen arvonmäärityksen haasteita sekä käytettyjä menetelmiä. Tutkimuksen aikana nousi esille monia hyviä aiheita, joita voisi tutkia enemmän tässä tutkimuksessa kerätyn tiedon pohjalta. Tässä tutkimuksessa havaittiin useita erityispiirteitä pienyrityksille. Jatkotutkimuksissa olisi mahdollista tutkia esimerkiksi yksittäisen erityispiirteen vaikutusta arvonmääritykseen.

Tutkimuksessa havaittiin, että vaikka aiemmissa tutkimuksissa yrittäjän rooli ja työpanos eivät nousseet esille kovin vahvasti, asiantuntijoiden mukaan se oli yksi merkittävämpiä huomioon otettavia seikkoja pienyrityksen arvonmäärityksessä. Yrittäjän vaikutus arvonmääritykseen olisi mielenkiintoinen ja merkittävä jatkotutkimusaihe. Sitä voitaisiin tutkia esimerkiksi laadullisella tutkimuksella keräämällä yrityskauppa-asiantuntijoiden kokemuksia yrittäjän käyttäytymisestä yrityskaupassa ja sen vaikutuksesta arvonmääritykseen. Yrittäjän työpanoksesta ja palkasta olisi myös mahdollista tehdä tutkimus, jossa selvitetäisiin yrittäjän palkkakorjauksen suuruutta ja merkitystä toteutuneissa yrityskaupoissa.

Tässä tutkielmassa tutkittiin myös käytettyjä menetelmiä yleisellä tasolla. Jatkotutkimuksessa voitaisiin tutkia käytettyjä menetelmiä tarkemmin, esimerkiksi laskemalla eri menetelmillä valitulle kohdeyritykselle arvon ja tarkastelemalla, kuinka lähelle ne osuvat toteutunutta kauppahintaa. Vastauksissa merkittäväksi ja käytetyksi menetelmäksi nousi erityisesti käyttökatekertoimiin perustuva arvonmääritys. Käyttökatekertoimet voisivat myös olla jatkotutkimuksen keskiössä, ja olisi mielenkiintoista selvittää yrityskaupoissa toteutuneita käyttökatekertoimien tasoja ja niiden keskiarvoa.

## LÄHTEET

- Beatty, R. P., Riffe, S. M., & Thompson, R. (1999). The method of comparables and tax court valuations of private firms: An empirical investigation. *Accounting Horizons*, 13(3), 177-199. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.3.177>
- Brösel, G., Matschke, M. J., & Olbrich, M. (2012). Valuation of entrepreneurial businesses. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 4(3), 239-256. <https://doi.org/10.1504/IJEV.2012.048595>
- Burns, R., & Walker, J. (1991). Simultaneity of value and non-cash expenses in small business valuation. *Journal of Small Business Management*, 29(1), 10-14.
- Cheng, C. A., & McNamara, R. (2000). The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 349-370. <https://doi.org/10.1023/a:1012050524545>
- Collis, J., & Jarvis, R. (2002). Financial information and the management of small private companies. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 9(2), 100-110. <https://doi.org/10.1108/14626000210427357>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. Painos). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240. <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.221>
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2010). Does valuation model choice affect target price accuracy? *European Accounting Review*, 19(1), 35-72. <https://doi.org/10.1080/09638180902990630>
- Devaney, M. (2003). Planning a small-business valuation and sale. *Journal of Financial Planning*, 16(7), 56.
- Dukes, W. P. (2001). Where do we stand on closely-held firm valuation? *Journal of Entrepreneurial Finance*, 6(1), 129-155. <http://hdl.handle.net/10419/114716>
- Dukes, W. P., Bowlin, O. D., & Ma, C. K. (1996). Valuation of closely-held firms: A survey. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(3), 419-438. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1996.tb01130.x>
- Elinkeinoelämän keskusliitto (2018). *Valtakunnallinen omistajanvaihdosbarometri 2018*. Haettu osoitteesta [https://ek.fi/wp-content/uploads/valtakunnallinen\\_ov\\_barometri\\_2018\\_FINAL\\_ok.pdf](https://ek.fi/wp-content/uploads/valtakunnallinen_ov_barometri_2018_FINAL_ok.pdf)
- Eskola, J., & Suoranta, J. (1998). *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. Tampere: Vastapaino.
- Feldman, S. J. (2005). *Principles of private firm valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations* (IESE Working Paper No. 449). Haettu osoitteesta <https://doi.org/10.2139/ssrn.274973>
- Finlex (2011). *Yrityskaupan määritelmä*. Haettu osoitteesta <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2011/20110948#L4P21>
- Francis, J., Olsson, P., & Oswald, D. R. (2000). Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 45-70. <https://doi.org/10.2307/2672922>
- Goold, M., & Campbell, A. (1998). Desperately seeking synergy. *Harvard Business Review*, 76(5), 131-143.
- Gopinath, C. (2003). When acquisitions go awry: Pitfalls in executing corporate strategy. *Journal of Business Strategy*, 24(5), 22-26. <https://doi.org/10.1108/02756660310504933>
- Huovinen, J. (2018). *PK-pulssi. EK:n Yrityskyselyn Tulokset*. Haettu osoitteesta [https://ek.fi/wp-content/uploads/Pk-Pulssi-kevat-2017\\_Raportti.pdf](https://ek.fi/wp-content/uploads/Pk-Pulssi-kevat-2017_Raportti.pdf)
- Immonen, R. (2018). *Yritysjärjestelyt* (7. uud. painos). Helsinki: Alma Talent.
- International Valuation Standards Council (2013). *Framework and requirements*. Haettu osoitteesta [http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional\\_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf](http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf)
- Jennergren, L. P. (2008). Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model. *European Journal of Operational Research*, 185(3), 1548-1563. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2006.08.012>
- Kallunki, J-P., Niemelä, J. E. (2007). *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen* (4. painos). Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J. P. (2014). *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Talentum.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04050.x>
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlahti, I., Niemelä, J., Svernas, K., & Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa* (2. painos). Haettu osoitteesta <https://verkkokirjailijy-almatalent-fi.pc124152.oulu.fi:9443/teos/HAEBHXBTGDG#/kohta:2/piste:b29>
- Kazemek, E. A., & Grauman, D. M. (1989). Awareness of phases helps achieve successful mergers. *Healthcare Financial Management: Journal of the Healthcare Financial Management Association*, 43(12), 82.
- Koeplin, J., Sarin, A., & Shapiro, A. C. (2000). The private company discount. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 94-101. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00022.x>

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (6. painos). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Levinson, H. (1970). A psychologist diagnoses merger failures. *Harvard Business Review*, 48(2), 139-147.
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44-54. <https://doi.org/10.2469/faj.v58.n2.2522>
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172. <https://doi.org/10.1111/1475-679x.00042>
- Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520-533. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v4i2.6623>
- Penman, S. H., & Sougiannis, T. (1998). A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 343-383. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00564.x>
- Pennings, J. M., Barkema, H., & Doma, S. (1994). Organizational learning and diversification. *Academy of Management Journal*, 37(3), 608-641. <https://doi.org/10.5465/256702>
- Petersen, C., Plenborg, T., & Scholer, F. (2006). Issues in valuation of privately held firms. *The Journal of Private Equity*, 10(1), 33-48. <https://doi.org/10.3905/jpe.2006.667557>
- Pricer, R. W., Dixon, B., & Vos, E. (1987). The process of business valuation. *The Accountants' Journal*, September 1987, 6-12.
- Pricer, R. W., & Johnson, A. C. (1997). The accuracy of valuation methods in predicting the selling price of small firms. *Journal of Small Business Management*, 35(4), 24.
- Salus, N. P. (1989). Public relations before and after the merger. *Journal Of finance*, 6, 47-49.
- Schweiger, D. M., & Weber, Y. (1989). Strategies for managing human resources during mergers and acquisitions: An empirical investigation. *Human Resource Planning*, 12(2), 69-86. [https://doi.org/10.1007/978-3-322-83820-9\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-322-83820-9_10)
- Seppänen, H. (2017). *Yrityksen arvonmäärittäminen* (1. painos). Helsinki: Alma Talent.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387-405. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490913>
- Suomen yrittäjät (2020). *Yrityskaupan verotus*. Haettu osoitteesta <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/omistajanvaihdos/verotus-omistajanvaihdoksissa/yrityskaupan-verotus-320758>

- Suomen yrittäjät (2020). *Arvonmääritys*. Haettu osoitteesta <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/omistajanvaihdos/arvonmaaritys-316987>
- Thomas, R., & Gup, B. E. (2010). *The valuation handbook: Valuation techniques from today's top practitioners*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Tilastokeskus (2019). *Pienet ja keskiuuret yritykset*. Haettu osoitteesta [https://www.stat.fi/meta/kas/pienet\\_ja\\_keski.html](https://www.stat.fi/meta/kas/pienet_ja_keski.html)
- Tilastokeskus (2019). *Yritysten rakenne- ja tilinpäätöstilasto 2019*. Haettu osoitteesta <https://www.stat.fi/meta/til/yrti.html>
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2018). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi* (uudistettu laitos). Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.
- Verohallinto (2019). *Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa*. Haettu osoitteesta <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47834/varojen-arvostaminen-perint%C3%B6--ja-lahjaverotuksessa3/>
- Vidal-Garcia, R., & Ribal, J. (2019). Terminal value in SMEs: Testing the multiple EV/EBITDA approach. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 14(1), 1-11. <https://doi.org/10.1515/jbvela-2018-0012>

## LIITTEET

### Liite 1. Haastatattelurunko

- 1) Haastateltavan tausta
  - a) Kerro kokemuksestasi yrityskauppojen ja arvonmäärittelyn osalta.
  - b) Millaisessa organisaatiossa työskentelet? (onko esimerkiksi paljon yrityskauppoja.)
- 2) Yrityskaupat
  - a) Millainen on tyypillinen pienyrityksen yrityskauppa/ yrityskauppaprosessi?
  - b) Millaisia motiiveja pienyrityskaupoille on?
- 3) Arvonmäärittely
  - a) Pienyrityksen arvonmäärittelyn yleinen kuvaus
    - i) Millainen on arvonmäärittelyprosessi pienyritysten kohdalla?
    - ii) Millainen merkitys on strategisella/liiketoiminnan analyysillä?
    - iii) Millainen merkitys on tilinpäätösinformaatiolla ja tilinpäätösanalyysillä?
    - iv) Entä tulevaisuuden tuotoilla?
    - v) Mitä haasteita ja erityispiirteitä liittyy pienyrityksen arvonmäärittelyyn?
    - vi) Mistä pienyrityksen arvo muodostuu?
  - b) Arvonmäärittelymenetelmät
    - i) Millaisia menetelmiä pienyrityksen arvonmäärittelyssä käytetään?
    - ii) Käytetäänkö substanssiarvoa?
    - iii) Käytetäänkö tunnuslukuihin ja vertailuun perustuvaa suhteellista arvonmäärittelyä?
    - iv) Käytetäänkö tuottoarvomenetelmiä? Millainen merkitys tuotto-odotuksilla, jäännösarvoilla ja diskonttokorolla pienyritysten kohdalla?
    - v) Käytetäänkö peukalosääntöjä?
    - vi) Miten käytettävät menetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmäärittelyyn?
  - c) Tuleeko mieleen muita huomioita?